

# 27 LUGLIO = 82 ANNI, LEZIONE 555 = UN BILANCIO

Mi sono tenuto liberi (si fa per dire perché tutte le mie giornate sono uguali e sono libero sempre dalle 5 di mattina fino alle 9,30, per ben più di quattro ore, e in prima serata studio, leggo e correggo quello che ho scritto) i giorni del 26 e del 27 luglio. Il 27 luglio compio 82 anni e mi sembra sia forse l'occasione giusta per scrivere la mia lezione "di compleanno": la 555 (che uscirà in settembre). Non sapendo se arriverò alla n° 666, è il momento propizio per cercare di tracciare un bilancio di questa attività di lezioni settimanali che ho iniziato nel 2012, 12 anni fa per l'appunto.

Ecco alcune osservazioni tratte dalle primissime lezioni, quelle con cui ho iniziato nel 2012, che riporto "alla lettera" rivisitandole alla luce di quello che è successo nei 12 anni successivi. Sono sicuro che se una persona le avesse lette tutte, avrebbe imparato la psicologia cognitiva e sociale molto meglio che leggendo un manuale tradizionale della mia disciplina, di quelli che si è costretti a studiare all'università. Sono molto meno sicuro che qualcuno abbia modificato i suoi comportamenti sub-ottimali nel campo degli investimenti alla luce delle mie riflessioni. Le forze contro le quali lotto mi sovrastano: c'è, dietro di me, una storia evolutiva di millenni tradottasi in istinti difficilmente sradicabili. In compenso sono certo che, scrivendole, almeno sul piano personale, mi sono chiarito molti punti cruciali.

A ben vedere, volendo tracciare un bilancio complessivo per comparazione, poco o nulla di veramente fondamentale è successo. Nulla è cambiato nella sua struttura profonda e originaria:

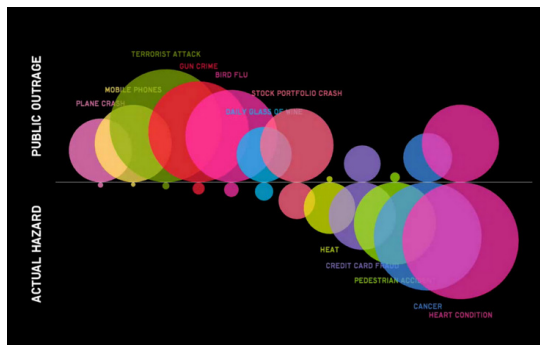
## Emozioni:

2012: Le forti emozioni, come mostra con grande sapienza Katherine Mansfield (citata a lungo nel 2012), sono transeunti, e la loro natura è talvolta ignota a noi stessi. Purtroppo, pur essendo un forte e benefico carburante per l'azione, quando gestiamo da soli, senza un consulente, i nostri risparmi, l'eccesso di sicurezza e la mancanza di umiltà alimentate da forti emozioni (soprattutto l'euforia, la paura e il rimpianto), ci spingono in direzioni sbagliate.

2024: Nulla è cambiato e nulla cambierà nei prossimi 12 anni: euforia, paura e rimpianto ci impediscono di vedere come funziona un portafoglio guidato dall'unica forza universale e perenne: il passare del tempo e la regressione verso la media (di variabili come: premio al rischio, p/u, rapporto reddito fisso mercati azionari, e così via).

## Rischio:

2012: una lunga tradizione di ricerca mostra che le persone non hanno paura delle cose veramente pericolose. Si limitano a temere gli eventi soggettivamente paurosi. Questo avviene per motivi diversi: talvolta le persone sono convinte di saper controllare un processo o un'attività più di quanto non ne siano effettivamente capaci. Hanno quindi più paura di viaggiare in aereo (mezzo non controllato e non abituale) che guidare la macchina (si ha l'impressione di padroneggiarla, ma il pericolo oggettivo è maggiore). Ultimamente sono stati i media a contribuire al fenomeno: i fenomeni presentati come paurosi attirano lettori e spettatori.



SCREENCAP from Susanna Hertrich's REALITY CHECKING DEVICE susannahertrich.com (via InformationsBeautifull.net)

La paura di perdere i soldi è il movente alla base del premio al rischio: non è un fenomeno particolare e specifico, ma si colloca nel più vasto ambito delle paure per gli eventi percepiti come paurosi. Ma in realtà, sul piano dell'obiettività statistica, meno pericolosi rispetto a quanto dovrebbero esserli se giudicati in proporzione all'entità della paura provata.



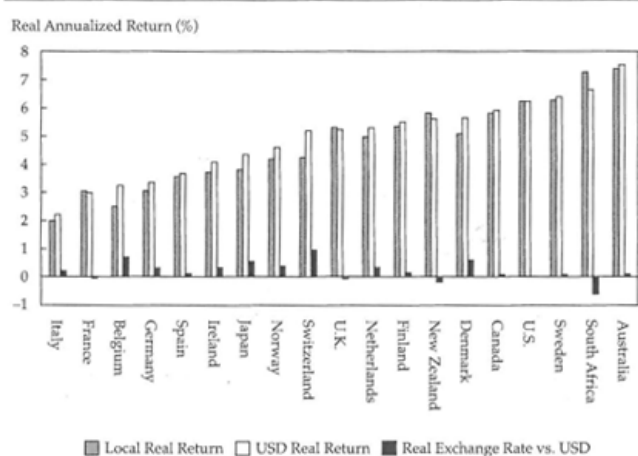
**Prof. Paolo Legrenzi**  
Professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia

Talvolta le persone non sanno valutare correttamente il rischio, perché è difficile stimarne l'entità se il fenomeno non tende a ripetersi spesso. Sono necessarie serie storiche lunghe, relative al verificarsi di eventi analoghi nel passato: talvolta le serie storiche "diagnostiche" sono troppo lunghe rispetto a quelle che sono le nostre personali memorie del passato. (Cfr.: clima, ambiente, declino economico, terremoti, e così via, vedi: Legrenzi, Meteo, finanza, terremoti, Il Sole24Ore, 19.4.2009).

2024: Resta tutto vero quanto ho scritto nel 2012, soprattutto il fatto che si ha controllo soltanto sui tempi medio lunghi. Attenzione: non sull'andamento di un singolo titolo ma di un indice, come mostravo nel 2012: ho sviluppato questo punto in molte lezioni (e vedi sotto).

**Rendimenti reali annualizzati**

**Figure 3. Real Annualized Equity Returns in Local Currency and U.S. Dollars, 1900-2010**



Source: Based on Dimson, Marsh, and Staunton (2002) and as updated in Dimson, Marsh, and Staunton (2011b).

Nel 2012 sulla base di questa tabella e dei volumi relativi illustravo sui tempi lunghi la superiorità delle borse Usa e la forza del dollaro.

2024: Dal 2009 le borse Usa sono salite con un rendimento reale annualizzato superiore al 10% (media 12%) ragion per cui un portafoglio centrato su di esse aveva già formato a fine 2012 un "cuscinetto di sicurezza" del 30%. Oggi il cuscinetto ha superato il 300% e quindi si è matematicamente per sempre nella zona "guadagni": il portafoglio suggerito allora è diventato ben presto totalmente anti-vulnerabile.

**Premio al rischio**

2012: E' noto che le discese nei valori fanno più male di quanto non siano piacevoli salite della stessa entità, secondo la funzione del valore studiata da Kahneman e verificata empiricamente in molti scenari, non solo quelli economici. Ne consegue che noi non abbiamo paura tanto delle variabili che vanno "in su e in giù", quanto dei valori che vanno improvvisamente giù ... Si presume che i risparmiatori debbano essere risarciti di questo maggiore rischio percepito delle azioni rispetto alle obbligazioni. Questa valutazione è coerente con il maggiore rendimento delle azioni rispetto alle obbligazioni. Il differenziale, di conseguenza, potrebbe in linea teorica venir concepito come la compensazione per la paura d'improvvisi e dolorose discese. In altre parole il timore di crolli temporanei dei mercati va risarcito con più alti rendimenti medi.

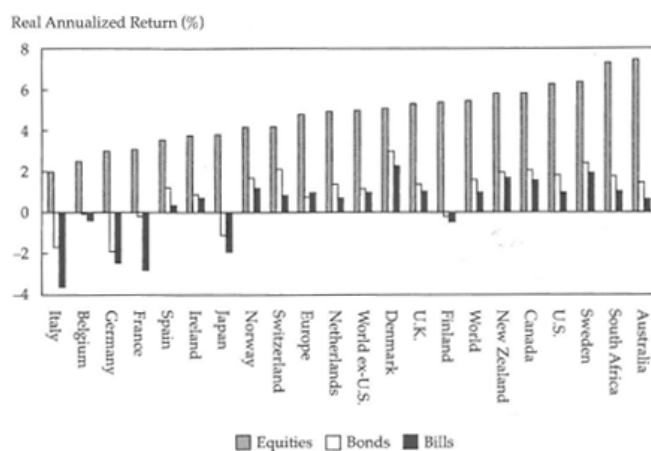
Si pensi che, dal 1926 a oggi, abbiamo avuto sette anni di calendario (dal 1° gennaio al 31 dicembre) in cui gli investitori statunitensi hanno perso in borsa più del 20%, mentre questo non è mai accaduto per le obbligazioni. Ora i dati mostrano che questa spiegazione della natura del cosiddetto premio al rischio, e cioè il differenziale positivo che premia i rendimenti azionari rispetto a quelli obbligazionari, non è completa nel senso che il premio al rischio appare di entità esagerata, almeno sul piano di una razionalità che non tenga conto degli effetti amplificatori del dolore delle perdite e della conseguente paura.

2024: A 12 anni di distanza, l'entità esagerata del premio al rischio resta un mistero dal punto di vista della razionalità insita nelle scelte degli investitori. Le azioni mondiali hanno reso in media l'8% più del reddito fisso ed è bastato il triennio iniziale per far sì che una discesa del 30% diventasse riassorbibile dall'incremento verificatosi fino ad allora. La paura è dunque dentro di noi, non noi come persone ma noi come specie, e solo lo studio e la riflessione la possono eliminare (e un distacco dai soldi di cui parlerò nelle conclusioni). L'andamento del nostro patrimonio non dipende dai mercati ma da quello che succede nella nostra testa, purtroppo.

**Il mistero del premio al rischio: il differenziale dei rendimenti**

2012: Presentazione della seguente tabella:

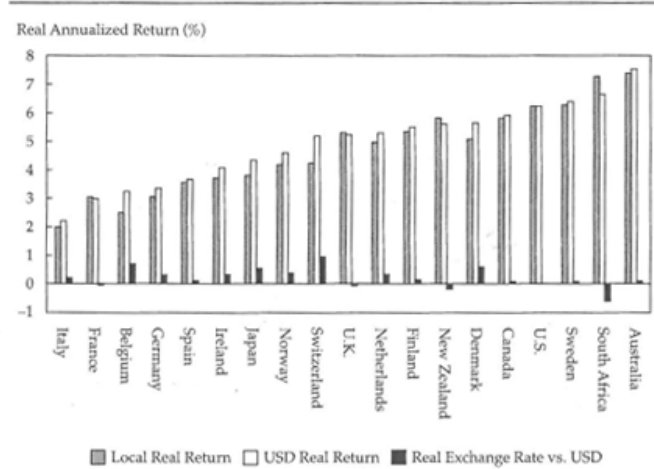
**Figure 2. Real Annualized Returns on Equities vs. Bonds and Bills Internationally, 1900-2010**



Source: Based on Dimson, Marsh, and Staunton (2002) and as updated in Dimson, Marsh, and Staunton (2011b).

La Figura ci mostra le differenze di rendimento tra venti paesi, l'Europa e il mondo (senza gli USA). A prima vista risaltano le forti differenze, anche se nessun paese falsifica l'assunto che sui tempi lunghissimi (111 anni!), le azioni battano le obbligazioni. In Usa 1\$ sarebbe diventato \$851 se l'avessimo investito in borsa (reinvestendo i dividendi), e soltanto \$7.5 se investito in obbligazioni (reinvestendo le cedole). In questa crescita impressionante i dividendi hanno avuto il ruolo più rilevante: spiegano più dei tre quarti dell'incremento totale. Nel periodo 1900-2011 il rendimento medio dei dividendi è stato il 4.1%, rispetto al ritorno medio delle azioni del 5.4%. Si tratta di un dato curioso e cruciale. Sul breve e medio termine, quello su cui per solito decidono gli investitori, il peso dei dividendi viene spesso trascurato.

**Figure 3. Real Annualized Equity Returns in Local Currency and U.S. Dollars, 1900–2010**



Source: Based on Dimson, Marsh, and Staunton (2002) and as updated in Dimson, Marsh, and Staunton (2011b).

Ovviamente 111 anni sembrano una era biblica rispetto alle comuni esigenze, calcoli, speranze, emozioni di un risparmiatore medio. E, in effetti, lo sono, e, per capire un po' di più, è bene cominciare a segmentare il periodo. Facciamo una cosa semplice. Spacchiamo il secolo scorso in due. Tormentata è stata la prima metà, dal 1900 al 1945: due guerre mondiali, una depressione in mezzo, timore del comunismo ed inizio della guerra fredda. Insomma, per un motivo o per l'altro, il rendimento medio delle azioni USA è stato del 3.4% in termini reali. Nel mezzo secolo successivo abbiamo avuto altri timori: crisi di Cuba, guerra fredda, terzo conflitto mondiale, diffusione delle atomiche. Per fortuna, nessuno dei guai temuti è capitato. In compenso abbiamo avuto un incremento incredibile della produttività, grazie alle nuove tecnologie, e una diffusione della democrazia. Il rendimento medio delle azioni è stato del 9% dal 1950 al 1999. Anche le riflessioni dell'entità del premio al rischio sono state influenzate dagli scenari.

Quando, nel 1985, Mehra e Prescott scrivono il loro classico lavoro sull'entità del premio al rischio si domandano, alla luce dei dati del dopoguerra, come mai questo valore sia così alto. Le persone hanno paura e così poca fiducia nei mercati azionari, al punto da voler essere compensati in misura tanto rilevante della paura di maggiori oscillazioni impreviste, soprattutto se si tratta di discese?

2024: Il premio al rischio, e cioè l'extra-rendimento per compensare le paure, a partire dal 2009 invece di calare è sempre salito e solo negli ultimi anni ha cominciato a ridursi perché il reddito fisso si è ripreso. In sostanza il premio al rischio è un inconsapevole regalo di chi ha paura verso chi tale paura non ha. Il suo effetto cumulato sui tempi lunghi è impressionante. La sua irrazionalità è incrementata ed è mantenuta da due nuove variabili: 1) la frequenza e l'aumento incredibile delle informazioni sui mercati economici finanziari; 2) la necessità di evidenziare le notizie negative e innescare paure per catturare l'attenzione ed emergere sui concorrenti (cfr. lezione 554).

Come mai le persone non imparano mai? Ne parleremo meglio dalla lezione 556 in avanti.

**Immobili: percepiti come sicuri ma in realtà assai rischiosi**

2012: Anche in Italia, dove il rendimento delle azioni è stato il più basso (2%, meno della metà della media mondiale), questo risultato ha reso comunque preferibile detenere azioni che obbligazioni (rendimento negativo di quasi il 4% su 111 anni). Questi bassi rendimenti spiegano, almeno in parte, il fatto che in Italia le persone della passata generazione tendevano ad avere un altro credo: "il mattone non tradisce mai".

Osserva al proposito Marco Liera (Sole24Ore, 4.11.2012, p. 16):

"Gli italiani stanno diventando consapevoli dei fattori di rischio collegati agli investimenti immobiliari. Fattori sempre esistiti ma che in passato erano poco percepiti ... per la mancanza di quotazioni "in diretta": nessuno sa veramente quanto valga un appartamento, una villa o un negozio fintanto che non lo mette in vendita. La ciclicità dei prezzi immobiliari esisteva anche in passato, solo che in pochi se ne accorgevano. E poi proprio la mancanza di un prezzo rilanciato dai media e dell'angoscia che tipicamente ne discende (come accade con gli strumenti finanziari) ...

2024: La forza del credo "il mattone non tradisce mai" ha avuto un'inerzia lunghissima ed ha appesantito i risparmi degli italiani. Già nel 2012 era evidente che due grandi variabili avrebbero lasciato il segno: 1) il fatto che gli italiani fanno pochissimi bambini e quindi lo stock di case sarebbe stato più che sufficiente: la demografia non tradisce mai (oggi un terzo delle case non è occupato). 2) Dobbiamo inoltre distinguere il primo immobile utilizzato come servizio alla famiglia (non si può dormire all'aperto) dall'immobile come investimento da cui ci si aspetta rendimento e ricapitalizzazione. Via via che la nostra generazione passa la mano, i figli metteranno sul mercato gli immobili, che costituivano un servizio per i loro genitori e la loro famiglia quando erano piccoli, trasformando tali immobili in una presunta fonte di investimento da liquidare e investire in altre forme. Quindi ci sarà un probabile aumento dell'offerta di immobili. Conseguenza: il consiglio del 2012 si è avverato in modo ancor più negativo del previsto e non c'è motivo di credere che le cose cambieranno nei prossimi 12 anni.

P.S. A proposito di immobili. Da anni e anni mi sento dire che l'unica casa che la mia famiglia possiede, quella in cui abito a Venezia, è stata un ottimo affare. In genere tale apprezzamento lo fanno altri proprietari di case o aspiranti tali. Io non ribatto. Mi guardo bene dal dire che quando fu acquistata l'indice Nasdaq valeva 90 e oggi vale circa 17mila. Chi ha posseduto una casa che si è rivalutata in mezzo secolo di così tanto, anche a prezzi nominali?

**La paura è fuorviante**

2012: Oggi, l'approccio evolucionista alle emozioni spiega il ruolo positivo della paura come una forza emotiva che spinge a tenerci lontani dai pericoli, a prevenirli, e, in sostanza, a difenderci da essi (cfr. D. Over, a cura di, Evolution and Psychology of Thinking, Psychology Press, 2003). L'approccio di Aristotele non era molto diverso. Nella Retorica, il filosofo spiega che le persone provano un sentimento di sofferenza nell'immaginarsi un male imminente, che potrebbe causare dolore o rovina.

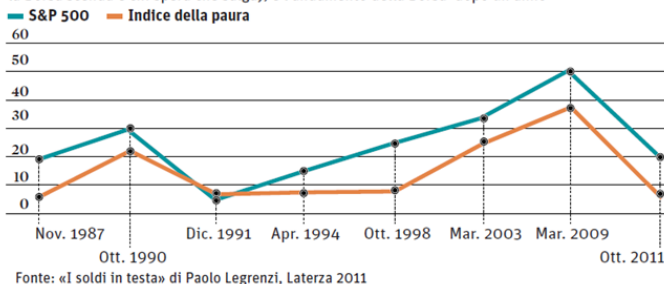
E a questa sofferenza si accompagna la paura. La paura ci spinge ad agire, cercando di evitare la fonte dei pericoli. Si tratta di un'emozione utile, perché ci fa scansare ciò che ci potrebbe in futuro danneggiare. Darwin si sarebbe limitato a osservare che se questo sentimento fosse superfluo, o addirittura dannoso, l'evoluzione della specie l'avrebbe eliminato. La paura è il nostro angelo custode.

Come mai, quando l'uomo comune si dedica ai suoi risparmi, l'angelo custode si diverte a giocare brutti scherzi?

Un campione rappresentativo di statunitensi dichiara, di trimestre in trimestre, come pensa che andrà il mercato azionario di lì a un anno. Salirà o scenderà? I dati mostrano, da più di mezzo secolo, che quando i timori di un calo sono accentuati, la massima paura coincide con il momento in cui si dovrebbero fare acquisti (per un'analisi dettagliata cfr. Floyd Norriss, NYT, 2.8.08). Di lì a un anno i mercati per solito salgono. La paura, in questi casi, funziona al contrario: non segnala un pericolo da evitare, bensì un'opportunità che dovremmo cogliere.

### Indice della paura

Il rapporto fra l'indice della paura (basato sulla differenza tra chi teme che di lì a un anno la Borsa scenda e chi spera che salga), e l'andamento della Borsa dopo un anno



Un altro dato: da sempre i risparmiatori tendono a tenersi i titoli su cui hanno perso, e a vendere quelli su cui hanno guadagnato: una strategia dannosa per i portafogli, dettata dal dolore, e dalla paura di perdite maggiori. I titoli non salgono o scendono sulla base dei diversi stati d'animo dei proprietari. Il motivo è ovvio, ma spesso trascurato: gli stati d'animo dipendono dal momento dell'acquisto, e nulla hanno a che fare con le qualità del titolo.

La paura è una cattiva consigliera anche per un motivo più fondamentale. Che cosa dovrebbe fare, in questi tempi di estrema incertezza, un risparmiatore? Salvarsi con la diversificazione, scegliendo investimenti il cui andamento non è correlato. In tal modo salite e discese si compensano, riducendo il rischio complessivo del portafoglio. Questa strategia è razionale perché non si sa con certezza quel che, nello specifico, andrà bene oppure no. Se si sapesse, ci si concentrerebbe su quella scelta. La diversificazione ben fatta è l'ammissione implicita, anche da parte degli esperti, che il futuro è ignoto. E che cosa ci fa più paura di un futuro ignoto?

2024: la paura e le altre emozioni sono fuorvianti e, addirittura, agiscono in senso contrario favorendo la sub-ottimalità. A marzo 2009 quando suggerivo di entrare sui mercati la paura era massima e da allora i mercati sono saliti in modo strabiliante. Ricordo che cercai di spiegare questi meccanismi in una serie di conferenze tenute in un grande albergo di Milano con il rettore della Bocconi, Prof. Tabellini, ma non credo che molti dei miei ascoltatori abbiano seguito i miei consigli (tranne alcune signore che mi fanno gli auguri ogni Natale). Le emozioni e i bias cognitivi sono più forti delle parole (soprattutto se gratuite) di un professore.

### Conclusioni

2012: In conclusione il fatto che, in questo ambito decisionale, gli individui siano "per natura" forniti di emozioni e istinti controproducenti – a differenza di molto altri settori della vita dove l'incertezza si può controllare meglio con il formarsi di esperienze passate – rende oggi e renderà sempre molto proficuo, non solo in termini della serenità del risparmiatore, ma anche del benessere del portafoglio, ricorrere ai consigli – intendendo questo termine nel senso lato usato in queste lezioni – di un consulente.

2024: In realtà c'è ancora molto spazio per la consulenza perché, 12 anni dopo, è ancora molto praticato il "fai da te". Ma i risultati mostrano che le conseguenze del "fai da te" sono molto dannose ai portafogli, non spesso ai proprietari, perché questi ultimi meno sanno tanto più credono di sapere. Dannose perché:

- eccessive somme lasciate liquide perché così non si perde di sicuro (e invece è proprio quello che di sicuro avviene);
- eccesso di reddito fisso, di immobili e di euro come valuta di riferimento.

Dal 2012 a oggi le conseguenze dannose sono aumentate nel senso che solo una parte minuscola di risparmiatori ha usufruito della crescita strabiliante dei mercati azionari da marzo 2009, soprattutto quelli Usa, grazie anche all'irrompere di una tecnologia generalista come l'intelligenza artificiale. Questa spinta addizionale non l'avevo prevista nel 2012 ed ho cominciato a parlarne solo all'inizio dell'ultimo lustro.

Se però dovessi fare un bilancio "personale", nel senso di dare la mia opinione non da "tecnico" del settore, di questo lungo periodo non sono del tutto certo che, almeno per l'italiano "medio", aver investito così male i risparmi abbia costituito esclusivamente un danno sociale e umano, soprattutto considerando il passaggio dei patrimoni da una generazione all'altra. Se un giovane scopre che nell'ultimo quindicennio i risparmi bene investiti della generazione che lo ha preceduto hanno reso il 14% annuo, questo può spiazzare le sue aspettative e illuderlo facendogli erroneamente immaginare che altre attività, che rendono meno (quasi tutte), non vadano praticate o, peggio, non vadano praticate con entusiasmo. Siccome, invece, penso che studiare e lavorare facciano per solito bene, tutto sommato sono perplesso in merito a un bilancio finale, soprattutto in tempi in cui le persone sono sempre meno bene-educate. Mi rendo conto, inoltre, che costituisco un'eccezione: elargire il proprio sapere gratuitamente tende, agli occhi dei non-professori, a svalutare tale sapere in un mondo fatto (male) come quello odierno.

Se fossi “costato” molto, forse avrei avuto più “clienti” (cioè lettori!) rassicurati dal costo della mia consulenza. Ma la mia natura profonda di professore e scienziato mi ha indotto a comportarmi come fanno le persone della mia categoria, evitando di “monetizzare” l’accesso alle mie conoscenze da parte dei miei potenziali lettori. Va anche detto che lo studio ha un effetto indiretto devastante: il praticare marketing e pubblicità, come ho fatto fino all’inizio degli anni '90, finisce per far perdere ogni gusto personale per i consumi, soprattutto quelli di lusso. Conoscere dal di dentro la natura dei meccanismi di costruzione del desiderio fa evaporare il desiderio stesso che deve essere innescato da sogni e non dalla conoscenza dei meccanismi che servono a costruire tali sogni. Questo vale anche per i soldi: capire bene come funzionano risparmi e investimenti uccide quell’aura di presunzione e di illusione di conoscenze “personali” affidabili in quanto fatte con la “propria esperienza”. Queste alimentano e tengono in vita il “fai da te” in molti ambiti grazie a una presunzione infondata che però permette una soddisfazione personale (non scalfita da alternative più ottimali in quanto ignorate del tutto). Analogamente i consumi, soprattutto se lussuosi, perdono ogni “aura” e fascinazione agli occhi di chi sa, anche nel caso delle variabili economico-finanziarie, la conoscenza induce a considerarle interessanti non per l’arricchimento personale proprio o altrui ma come strumento per capire come funzionano effettivamente gli uomini. E questa conoscenza è molto più divertente e arricchente dei soldi che, a un professore che studia e fa ricerca, servono a ben poco. L’arricchimento, al massimo, è un sotto-prodotto, poco più di un segnale del fatto che si è capito come funzionano le menti dei più in modi del tutto spontanei e guidati da eredità lontane.



Un’ultima osservazione a proposito dell’intelligenza artificiale: date le regolarità presentate in questa lezione (e verificatesi negli ultimi 12 anni come nei decenni precedenti) e il fatto che ci si muova in un ambiente stabile e prevedibile, per quanto complesso, gli investimenti sarebbero ottimali se venissero decisi da un algoritmo, in totale assenza di un proprietario. E tuttavia, come spiego nel mio libro “Il futuro dell’intelligenza”, gli algoritmi non ci sostituiranno e quindi le analisi di questa lezione probabilmente saranno valide anche per i prossimi 12 anni. Con queste considerazioni del tutto personali, e quindi per una volta non “esportabili” e non “verificate”, vi lascio sperando di arrivare almeno fino alla lezione n° 666 (un numero più bello di 555 perché divisibile, oltre che per 1, cioè per sé stesso, anche per 2 (333) e per 3 (222). Mirabile simmetria).

#### 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.