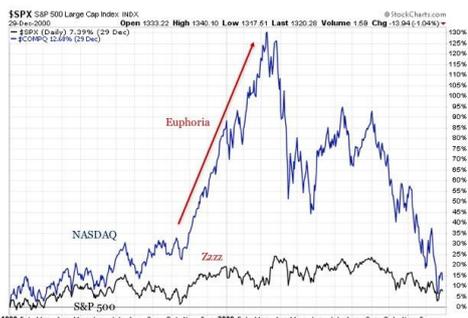


LO SPRECO DELLE EMOZIONI IN RAPPORTO AGLI INVESTIMENTI

Interessante l'esame di quel che è successo in un passato lontano e domandarsi se funziona comunque la regressione verso la media, soprattutto quella sui tempi molto lunghi che non è visibile se non dagli studiosi.

Che cosa possiamo dire in questa chiave delle bolle?

Tech Bubble: Isolated Euphoria



Source: Gerring Capital Partners, StockCharts.com

Ho ripescato questa figura dal passato: all'inizio del secolo si notava che la più grande bolla tecnologica mai apparsa fosse una bolla per così dire "limitata", isolata solo alle società che cavalcavano il boom di internet. Ora che il boom è determinato dall'IA generativa c'è ancora questa possibilità? Almeno per ora, i multipli dei "5 gioielli", anche per Nvidia, sono più bassi di allora. Fonte: Bloomberg modificata.

In relazione a quello che ho scritto più volte in merito allo "spreco delle emozioni" riprendo anche la seguente figura che mostra quanto euforie e delusioni siano solo spreco di emozioni. Implacabile vince sempre la regressione verso la media:



Source: Bloomberg

Ecco la regressione in azione: tre grandi cali - 2000, 2008, 2022 - e in questo momento lo S&P 500 è sopra 5mila, per la precisione a 5.200 (3 aprile 2024). Le regressioni verso la media evidenziano lo spreco delle emozioni e, se si è saggi, lo spazzano via rendendoci invulnerabili alle bolle. Possiamo dire che euforie e delusioni si annullano a vicenda: questo è l'effetto della regressione verso la media. Una media, comunque, che è sempre in crescita costante nel tempo lungo, pur se con ritmi diversi in funzione dell'impatto epocale delle innovazioni tecnologiche. Fonte: Bloomberg modificata.

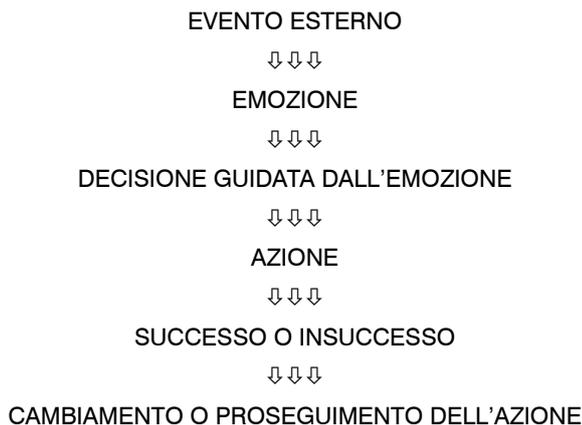
Per molti decenni, di fronte agli errori dei singoli investitori, e alle anomalie dei dati aggregati, si è pensato che le persone fossero razionali (nel senso economico) ma che, di fronte a determinate situazioni, si emozionassero così da perdere la retta via. Le emozioni obnubilano e le portano fuori strada. Non solo: le emozioni sono sprecate. In questa teoria c'è del vero, ma non solo nei casi limite, quando perdiamo la testa e non ci controlliamo più (avete presente quando vi arrabbiate veramente?). E tuttavia non è una teoria che spiega in generale il ruolo delle nostre emozioni, tanto meno nelle decisioni di investimento che in genere, anche presso i neofiti, sono ponderate e non impulsive, dettate cioè da un sentimento o un'emozione passeggera. A parte il fatto che, se le emozioni ci facessero sempre del male, portandoci costantemente lontano dalla retta via, l'evoluzione della specie umana le avrebbe eliminate, nulla ci vieterebbe di supporre che le emozioni fanno bene il loro lavoro tranne quando abbiamo a che fare con decisioni di investimento.



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

Questo pregiudizio è diffuso. Ed è tanto forte che Hersh Shefrin, l'autore nel 1999 del primo manuale che copre tutta la finanza comportamentale, scelse questo titolo: *Al di là dell'avidità e della paura: capire la finanza comportamentale e la psicologia degli investimenti*. Se uno psicologo fosse maligno potrebbe pensare che questo pregiudizio salva la finanza classica, invece di spedirla nel mondo degli angeli, esseri per l'appunto privi di emozioni.

In realtà l'origine di tutto ciò va individuata nella concezione ingenua del ruolo delle emozioni, concezione tipica della nostra cultura, e riassumibile in questa sequenza:

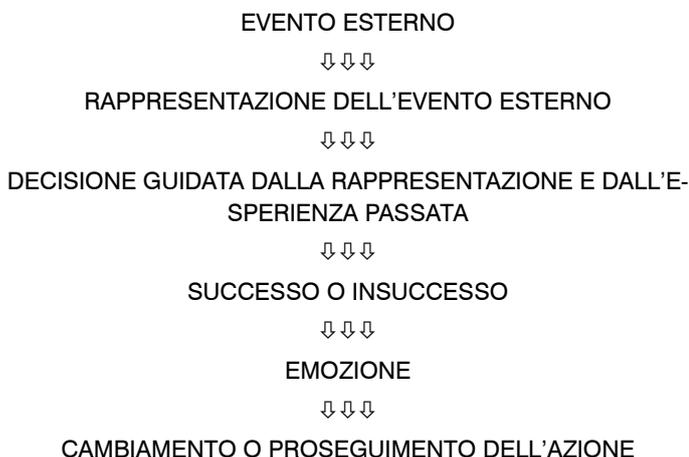


Ogni fase innesca la successiva: succede qualcosa, suscita in noi un'emozione, l'emozione innesca una decisione che si traduce in un'azione che va bene o male. Se va bene, procediamo nella stessa direzione, se va male nasce un'emozione negativa che ci fa cambiare rotta.

Ora lo schema delle emozioni come sviamento e turbativa è molto forte nella cultura popolare. Il ruolo delle emozioni è adottato come giustificazione dei nostri errori: siamo meno colpevoli se siamo meno responsabili nei casi in cui le nostre emozioni ci hanno catturato e portato fuori strada rispetto a quando facciamo una scelta ponderata e deliberata.

Le ricerche sulle emozioni e sulle loro basi fisiologiche hanno mostrato che questa concezione ingenua, per quanto spontanea e diffusa, è infondata.

La sequenza corretta è la seguente:



In questa sequenza le emozioni mediano tra l'esito delle azioni precedenti e i programmi d'azione successivi. Inoltre dato che sono innescate dalla rappresentazione dell'evento esterno una rappresentazione corretta dell'inesco evita lo spreco delle emozioni. Per esempio, se colleghiamo le perdite al meccanismo della regressione verso la media, il dolore della perdita si attenua, se non scompare del tutto. Le rappresentazioni corrette delle emozioni incanalano così le nostre azioni verso il successo grazie a un processo di correzione graduale e hanno quindi un ruolo positivo di adattamento all'ambiente. In sintesi, le emozioni sono la conseguenza delle decisioni, a loro volta guidate da una corretta rappresentazione dell'evento esterno, e non la loro causa.

In sintesi: nel caso della psicologia degli investimenti, per decenni il ruolo delle emozioni è stato frainteso, più che sopravvalutato. Sono importantissime, ma non sono loro a innescare tutto il processo. Il mix basato sulla teoria ingenua così sintetizzabile: "esperti = finanza classica + inesperti = errori da emozioni" è stato utilizzato per spiegare troppe cose. Dato che è difficile misurare sia le emozioni personali sia quelle collettive, si credeva, a posteriori, di poter spiegare tutto.

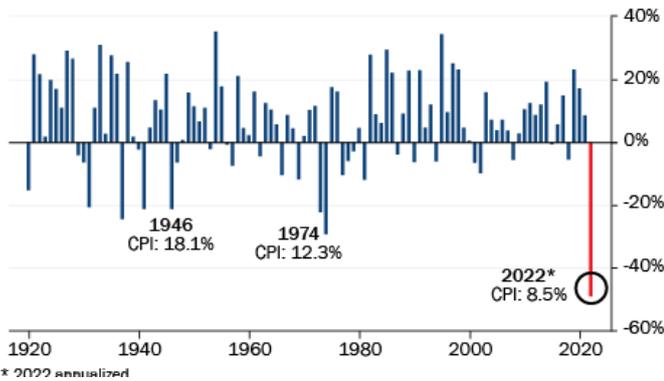
Porsi il problema della forza che guida le regressioni, in termini più generali, equivale a porsi il problema delle scelte razionali dal punto di vista di due discipline come l'economia e la psicologia. Ci discostiamo dal senso comune perché qui è implicata una definizione del termine più ristretta rispetto a quella corrente, quotidiana, che troviamo nei dizionari dove razionale sta per "ragionevole, accettabile alla ragione" (someone who is rational is able to think clearly and to make decisions and judgements that are based on reason, cfr. Collins Cobuild, p. 1191). Qui noi affrontiamo il tema della razionalità in una prospettiva di "coerenza" e non di "sostanza".

Una persona è caratterizzata da un insieme di opinioni, credenze, preferenze e scelte, anche nel campo degli investimenti e dei risparmi. Affinché questa persona superi un "test di razionalità" noi non esamineremo il contenuto di tali credenze e preferenze bensì la loro coerenza. Si tratta insomma di una nozione sintattica e non semantica. Una persona con preferenze assai bizzarre rispetto ai nostri costumi può essere, in questa prospettiva, perfettamente razionale in quanto lucidamente coerente e consistente nel tempo.

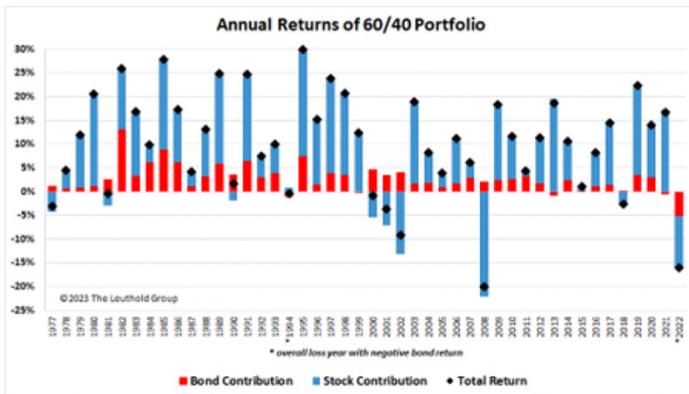
La divulgazione corrente tende a presentare l'economia come la sede delle teorie normative, che ci prescrivono come dovremmo agire, e la psicologia come il terreno di studio dei comportamenti effettivi, che divergono dai paradigmi della razionalità. Lo stato delle cose è tuttavia più complesso in quanto la psicologia ingenua degli individui coincide in buona parte con i postulati della razionalità economica. Le persone ritengono di comportarsi secondo i principi della transitività, della dominanza, della teoria della scelta razionale, e così via. E tuttavia la psicologia sperimentale mostra come le persone possano sistematicamente divergere nei loro comportamenti effettivi da questi principi.

Per esempio, da sempre si è giustificato in questi termini un portafoglio 60/40, dove 60%=stock e 40%=bond. Ma se la preferenza prevalente dei risparmiatori è la crescita del portafoglio senza oscillazioni, o con oscillazioni ridotte, questa scelta tradizionale è ancora giustificata? Ecco alcuni dati.

60/40 PORTFOLIO RETURNS



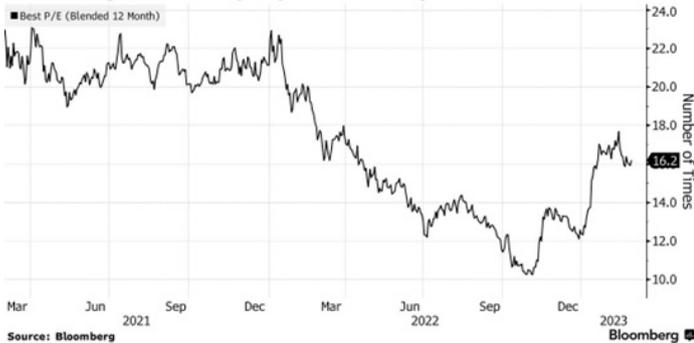
I dati mostrano che nel corso del 2022 il 40% di bond non ha attenuato più che tanto una discesa repentina come quella del 2022: azioni e bond sono scesi insieme. Fonte: Bloomberg modificata.



Su un arco di tempo lungo, anche meno del mezzo secolo qui indicato, il contributo del bond al portafoglio 60/40 è scarso e non compensa il vantaggio di attenuare le discese, cosa che tra l'altro non è succeduta nell'ultimo forte calo. Meglio un portafoglio tutto azionario dove ai bond sono sostituiti i tecnologici statunitensi? Così consiglio da tempi non sospetti, da più di un decennio. Certo è che chi lo possiede deve aver compreso bene il meccanismo della regressione verso la media e deve saper pazientare. Fonte: Bloomberg modificata.

TSMC Valuations Draw Buyers

Price-earnings ratio decline prompted Lazard to buy more



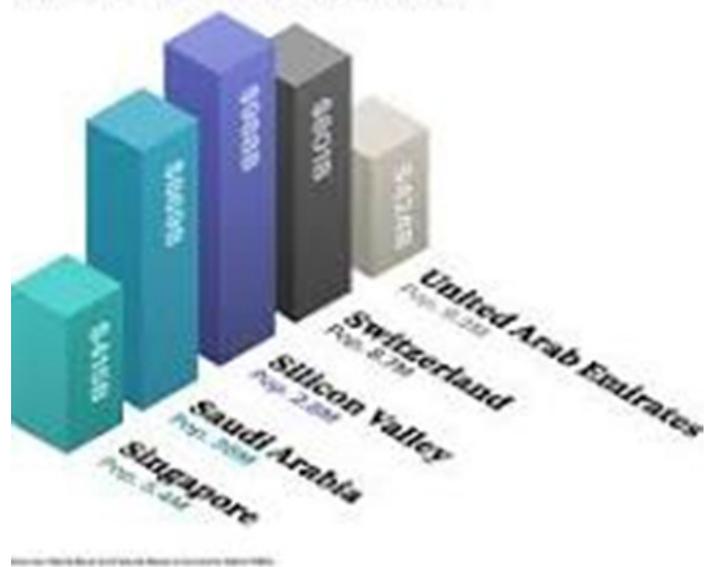
Si tenga conto (cfr. la prima figura) che i multipli dei tecnologici sono molto meno tirati di quelli della bolla internet e che titoli come TSMC (Taiwan) e NVIDIA (Usa) hanno buoni rapporti prezzi/utliti. Fonte: Bloomberg modificata.

Dobbiamo dunque allontanarci dalla tradizione razionalità economica? Dobbiamo metterla in dubbio nel campo che a noi qui interessa? Per mia esperienza personale gli economisti in media non allocano i risparmi meglio dell'italiano comune che si muove con il "fai da te". Inoltre, spesso, credono di sapere e non si servono di un consulente preparato e non in conflitto di interessi: grave errore.

Cruciale è quella che è stata chiamata razionalità vincolata (bounded rationality): i limiti di capacità dell'attenzione dagli spazi limitati, delle capacità mnestiche, e di calcolo della mente. Queste sono emerse più chiare alla luce dei progressi dell'AI generativa.

Silicon Valley Produces

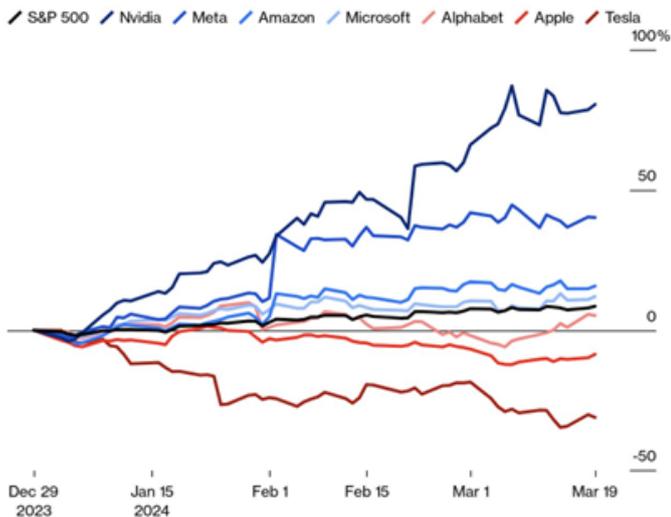
At \$175 billion, the world's economy is larger than that of many nations



Si tenga presente che la rivoluzione dell'IA è riconducibile non solo a poche società, ma che queste società sono concentrate in uno spazio molto limitato: quanto produce la Silicon Valley rispetto a nazioni comparabili per numero di abitanti? Da qui si è originata l'ultima innovazione tecnologica, quella dell'intelligenza artificiale. Fonte: Bloomberg modificata.

AI Disconnect

Change in Magnificent Seven stock prices since Dec. 29, 2023



Source: Compiled by Bloomberg

Bloomberg Businessweek

Anche i magnifici 7 non sono tutti uguali: Nvidia, semi-monopolista, svetta. E' sbagliato trattare in blocco tutte le società collegate all'immateriale. Fonte: Bloomberg modificata.

Tali limiti ci costringono a ridurre il "carico computazionale" nell'affrontare i problemi nuovi, quelli per cui non disponiamo di una routine appresa. Una razionalità in grado di fare ricorso a capacità cognitive illimitate è in questo senso ideale: e si torna all'AI. E tuttavia queste capacità "aumentate" sono state immaginabili in termini teorici e, oggi, sono anche implementabili su sistemi artificiali come i computer. In questa prospettiva le euristiche, di cui ci ha parlato per primo Simon, sono delle scorciatoie che si basano su un trade-off tra i limiti della mente umana e le prestazioni di calcolo richieste da problemi complessi. Il fatto che oggi siano disponibili grandi potenze di calcolo e di memoria artificiali ha modificato l'immagine della razionalità rispetto alla tradizione filosofica (si pensi a filosofi come Leibniz, che vedevano nel calcolo l'apice della razionalità umana).

Interessante, per i rapporti tra psicologia ed economia, è anche un altro ordine di fattori. In questo caso i "fallimenti" rispetto ad una razionalità ideale non sono attribuibili ad eccessivi carichi cognitivi ma ai modi specifici in cui le persone selezionano ed elaborano mentalmente le informazioni. E' stato mostrato come fattori "locali", come le modalità e i formati di presentazione delle informazioni, inneschino specifici contesti di giudizio (cfr. la nozione di "rappresentazione degli eventi" nella sequenza corretta dell'inesco delle emozioni). Abbiamo così una tradizione di ricerche, originata dalla pionieristica "prospect theory" di Kahneman e Tversky, che si dedica alle "failures of invariance", e cioè alla presenza di giudizi e scelte incoerenti di fronte allo stesso problema presentato in frames (cornici) differenti. In molte di queste situazioni, quando le persone si accorgono dell'incongruità delle loro risposte, se ne stupiscono, riconoscendo così implicitamente gli assunti della razionalità che hanno appena violato. Questo avviene spesso nel campo che a noi qui interessa e, in particolare, a fattori come la regressione verso la media e allo spreco di emozioni. Queste sorprese e i meccanismi contro-intuitivi sono una ulteriore dimostrazione della necessità di avere un consulente preparato e non in conflitto di interessi.

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**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.