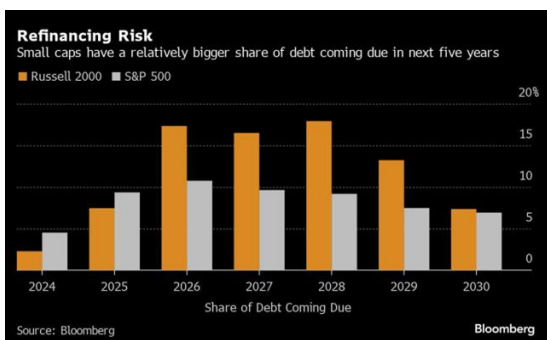


# COME PROGRAMMARE: I FATTORI COGNITIVI ED EMOTIVI IN GIOCO

Molte delle persone che appartengono a questo mondo sono state sorprese dalla forza delle famose “big five” che hanno trainato tutti i listini, come abbiamo detto nelle lezioni precedenti. Alcuni più di altri, Tant'è vero che il Russell 200 va meno bene dello S&P500 dove la concentrazione è giunta al massimo: le 10 aziende che valgono di più contano per più di un terzo del listino.



S&P 500 meno indebitato di Russell 2000: vedi sopra. Fonte: Bloomberg modificata.

Ma ancora più sorprendente è stato il successo dell'intelligenza artificiale che molti auspicano che abbia superato quella umana mentre molti altri temono le conseguenze di questa presunta superiorità.

Non è questa la sede per approfondire questi aspetti di innovazione. Lo ho fatto in un mio libro uscito il 21 maggio in libreria. Ma riprenderò il tema che oggi non può essere trascurato per il forte impatto che ha sui temi che a noi qui interessano.



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

Mi voglio limitare a illustrare le implicazioni, in questo nuovo mondo, di un meccanismo così rilevante e spesso non capito come la regressione verso la media.

La più importante conseguenza attiene al mondo delle emozioni: la regressione verso la media, se ben compresa, attenua o elimina tutte le emozioni collegate all'andamento di un portafoglio.

In sintesi:

- La paura in occasione dei temporanei cali lungo il sentiero di crescita di lungo periodo.
- Il rimorso e il senso di colpa per aver fatto scelte mirate e sbagliate invece di affidarci alla diversificazione.
- La paura, emozione che è nemica del ragionamento e della calma.
- Il rimpianto per l'eccesso di sicurezza del passato rivelatosi infondato e mal riposto.
- L'invidia di breve termine per chi è stato più fortunato di noi: aspettate!
- La fiducia carpita da chi fa promesse mirabolanti.

Nella lezione precedente ho solo anticipato e accennato alla nozione di “cuscinetto di sicurezza”. Ora, questo cuscinetto non viene quasi mai visto dal “fai da te”, ma viene pianificato e mostrato dal consulente. Ecco un altro motivo per cui un consulente è essenziale.

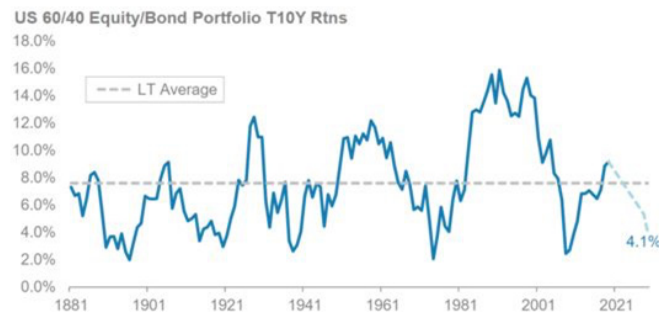
In sintesi esso consiste nel formarsi di un tale incremento di portafoglio che una successiva discesa lascia sempre il portafoglio in “zona sicurezza”, cioè in zona-guadagno rispetto all’inizio e ai versamenti successivi.

Ora, sappiamo che la definizione tradizionale di Pac è la seguente:

Il Piano di Accumulo del Capitale (PAC) è una soluzione di investimento basata su versamenti periodici che permette di mitigare le oscillazioni di mercato.

Sarà quindi bene integrare la definizione. Chiarire e sottolineare il punto che un Pac autentico e genuino serve anche al primato del risparmio, alla soddisfazione generata dagli effetti dell’accumulazione di cui ho parlato prima: i mattoncini del risparmio. Ecco che abbiamo una risposta al questo tradizionale, che è tornato nel dibattito. Quando è il momento di passare da un portafoglio 60/40 a uno soltanto di azioni? E, domanda preliminare, come investono i loro risparmi i cittadini statunitensi? Sono un buon termine di paragone per noi?

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



Source: NBER, Jordà Schularick Taylor Macrohistory Database, Bloomberg, Morgan Stanley Research. Note: Dotted line based on our long term expected return estimates.

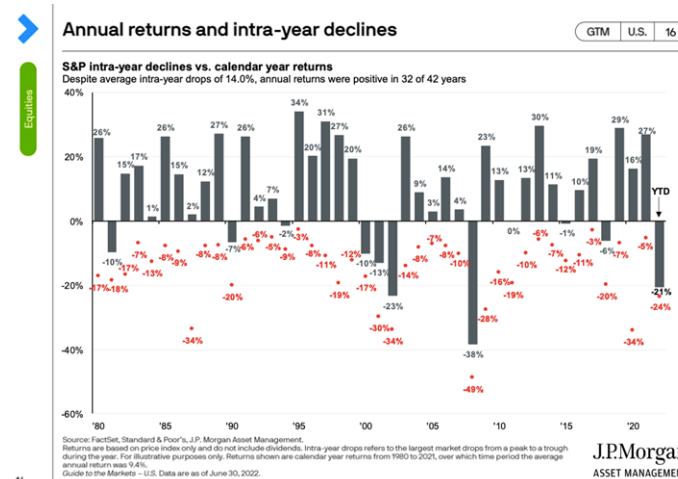
I rendimenti di un portafoglio 60 azioni/40 bond dal 1881 a oggi. Negli ultimi due anni non sono andati bene rispetto a uno in cui il 60% di azioni (S&P 500) fosse stato invece il 100%. Fonte: Bloomberg modificata.

Quando passare da 60/40 a un portafoglio di sole azioni? Quando l’entità del cuscinetto è in grado di reggere a uno storno azionario improvviso e violento, sul breve termine?

Torniamo così alla nozione di “regressione verso la media” di cui ho già parlato nelle lezioni precedenti. Questo è il caso di un effetto che non avremmo potuto calcolare, se non forse con estrema difficoltà, in assenza di computer (l’intelligenza artificiale conta! E ci ritornerà).



Questo è il modo in cui investono i cittadini statunitensi, molto diverso da quello degli italiani. Fonte: Bloomberg modificata.



La figura mostra che le cadute temporanee all’interno di un anno solare, in media il 14,3%, non impediscono di avere, grazie alla forza dello S&P 500, 32 anni positivi nell’arco temporale di 43 anni, dal 1980 al 2023. Questo dato mostra che la regressione verso la media agisce anche all’interno del singolo anno. Inoltre la figura è interessante se esaminata alla luce della percezione di rischio. Quest’ultima è influenzata soprattutto dalla caduta temporanea e non dall’andamento di intervalli più lunghi dove agisce la regressione verso la media. Di qui la consuetudine di chiamare “risk-on” la scelta di investire sui mercati azionari e “risk-off” quando le persone preferiscono alleggerire le posizioni.

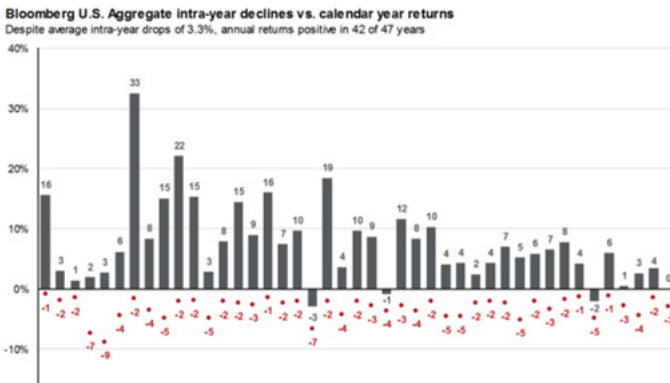
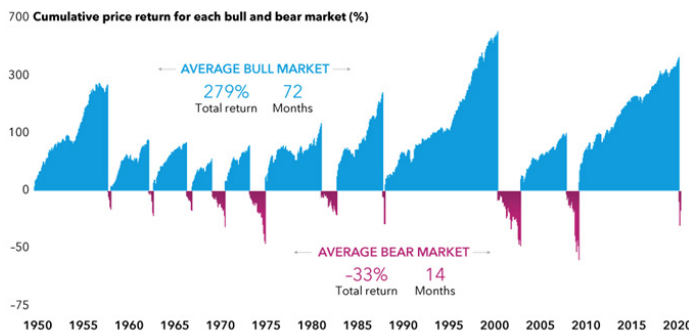


Figura analoga alla precedente ma in relazione ai bond. Commento analogo: si noti che su un arco di un anno la caduta media intra-annuale è del 3,3% e l'anno solare finisce in positivo in 42 dei 47 anni. Però siamo appena reduci da una caduta intra-annuale media del 17% e da un calo annuo del 13%. Di nuovo, come nella figura precedente, agisce la regressione verso la media. Fonte: Bloomberg modificata.

Se, come succede recentemente, i bond sono correlati agli stock, allora il classico portafoglio della famiglia media statunitense, il tradizionale 60/40 (stock/bond), va in crisi. Meglio forse solo stock che vincono sempre su archi temporali lunghi, non lunghissimi? Dipende dalle dimensioni raggiunte dal “cuscinetto di sicurezza”.

Le statistiche rese possibili dalle elaborazioni dei computer rendono immediatamente evidenti effetti contro-intuitivi e, in particolare, i meccanismi tali per cui è diffusa la tendenza ad avere portafogli sottopesati nell'azionario.



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.

I tempi e i modi del formarsi del cuscinetto: i rendimenti cumulati per le fasi toro (azzurro) e le fasi orso (rosso) a partire dal 1950. Si vede a occhio che il cuscinetto di “invulnerabilità” si forma presto. Fonte: Bloomberg modificata.

Ho già accennato a un libro appena uscito. Si intitola “The Missing Billionaires”: i miliardari mancanti (Wiley, 2023). Il libro è, almeno 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 della necessità della diversificazione.

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!).

Ora 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 quello che decidono e fanno,
  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 analogo a quello della non comprensione degli effetti della regressione verso la media e il fatto che non si imparano mai le conseguenze del premio al rischio di cui ho parlato in precedenza.

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 guidate da un buon consulente. Inoltre sono una cartina di tornasole di come funziona, molto più in generale, la mente umana.

Purtroppo questo lo capisci solo se conosci almeno un po' la materia: molti miei colleghi scienziati cognitivi lo ignorano al punto da essere incuriositi da questo versante dei miei interessi di studioso.

**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.