

# I SOLDI IN TESTA

Lezione N° 215 – 16 marzo 2017

## Sorprese, consulenti, robot advisor, gestione dei risparmi.

Per concludere con le sorprese, e su come queste devono venire utilizzate per mostrare ai clienti le funzioni insostituibili di un consulente. Rispetto al senso comune ci sono le sorprese "classiche", quando cioè siamo a un punto di svolta, al cambiamento di una tendenza che si era confermata a lungo, anno dopo anno, consolidandosi così nelle menti anche degli esperti.

Ecco un esempio recente. Nel febbraio 2017 si è rovesciata una tendenza di lungo periodo producendo un effetto stupefacente, almeno per gli americani: gli USA sono diventati esportatori netti e non importatori di petrolio dall'America latina, come lo erano sempre stati in precedenza. Un dato sorprendente, che va preso in considerazione nell'esame dei cambiamenti geo-politici in atto nel mondo americano, anche con le recenti elezioni di Trump.

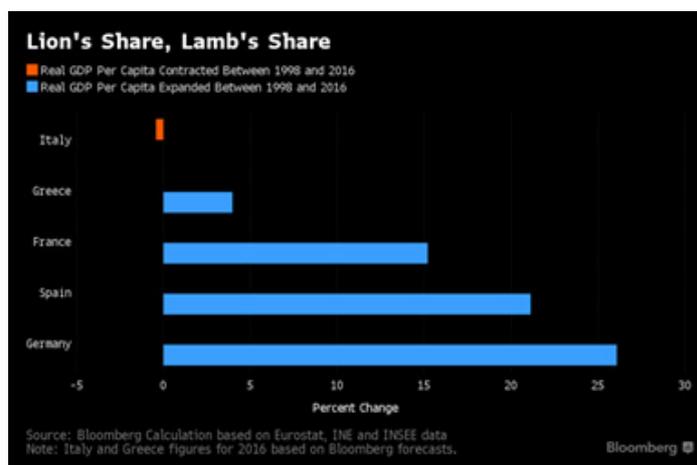
### Net Oil Import Limbo

U.S. trade deficit with Latin America flips to a surplus



Dopo anni gli USA esportano e non importano petrolio dall'America latina. Esempio di sorpresa come inversione di tendenza. Fonte: Bloomberg modificata.

Così come cambiano sui tempi lunghi certe relazioni economiche, per esempio l'import-export del petrolio nelle Americhe, cambiano anche gli atteggiamenti. E un profondo cambio di atteggiamenti può sorprendere. Si pensi all'inversione nei giudizi di gradimento dell'Europa da parte degli italiani, i più entusiasti alla fine degli anni Novanta del secolo scorso. Ora se guardiamo, a quasi vent'anni di distanza, gli effetti economici non possiamo più sorprenderci della delusione che venti anni fa sarebbe stata imprevedibile.



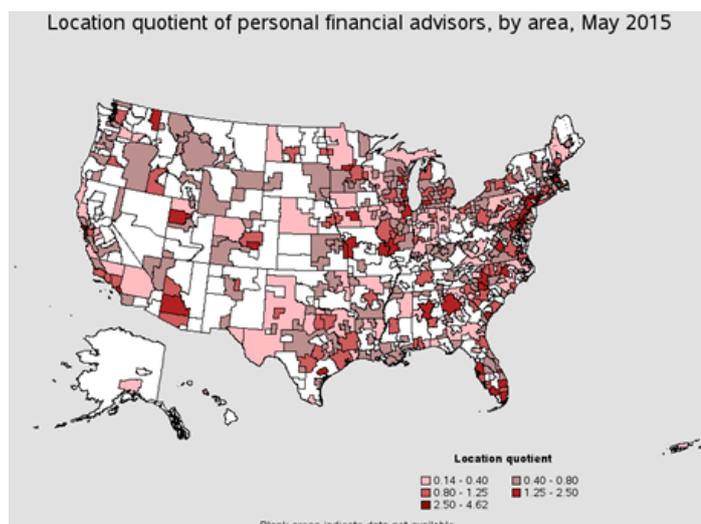
La figura mostra come l'economia italiana si sia espansa dal 1998 del 6,2% mentre la popolazione italiana è cresciuta del 6,6%: il risultato netto è un calo del prodotto nazionale lordo pro capite. Fonte: Bloomberg modificata.

La figura mostra in modo chiaro le radici economiche di tale delusione. E mostra anche la necessità di un consulente: il risparmio degli italiani è stato mal differenziato. Ben il 97% è concentrato in Italia, quasi nulla sui mercati tedeschi, giusto per fare un esempio concernente i casi opposti indicati in figura. In un ambito più "mentale" e meno materiale, il 2017 segna un altro dato stupefacente: l'inversione nella gerarchia mondiale di rilevanza dei marchi. Questa gerarchia per anni è stata dominata dai prodotti di largo consumo, quelli che si consumavano tutti i giorni, come la Coca-Cola. Poi sono arrivati i marchi dei prodotti che sono, per così dire, un'estensione della nostra mente: i computer. Ecco sorgere la supremazia di Apple, la casa più innovativa e di successo, che ha superato i marchi dei prodotti di largo consumo. Nel 2017 il marchio Google ha raggiunto, secondo la classifica di Brand Finance Global 500, il valore di 110 miliardi di dollari, superando così di poco il marchio Apple, quello della multinazionale degli iPhone, ferma a 108 miliardi. E' un primato interessante da un punto di vista economico e finanziario perché questo marchio denota quella che possiamo considerare la più grande "enciclopedia" del mondo, un'enciclopedia globale, consultabile da tutti.

Non più la nostra mente esterna, come quella di computer e smartphone, ma la mente esterna dell'umanità. Non più il marchio di un prodotto materiale. Ma il marchio di una funzione

immateriale. Una funzione sostitutiva non solo della nostra memoria personale. Ma di quella collettiva, quella di tutta l'umanità. Una memoria globale che contiene tutti i documenti "pubblici" prodotti dall'umanità. Mentre prima erano i prodotti a chiamarci con le loro promesse e desiderabilità, ora il marchio più noto è uno specchio delle nostre conoscenze e delle nostre culture (cfr. Massimiliano Panarari, La resa di Apple. Il marchio più forte è Google, La Stampa, 1-2-2017, p. 21).

Questa supremazia dell'immateriale, con il fascino che ne deriverà, avrà a che fare, purtroppo, anche con la gestione dei risparmi, in quanto potrà rendere seducenti i cosiddetti "robo-advisor", cioè i consigli di gestione attingibili dalla rete e forniti da varie case di gestione dei prodotti. Come si è visto con l'ultima figura, il problema del risparmiatore medio italiano non è quello di sostituire un consulente naturale con uno artificiale (più economico, ma non così tanto più economico, a guardare i dati relativi ai robo-advisor basati su portafogli modello disponibili in Italia, secondo Pieremilio Gadda, Investire con i Robot, Corriereconomia, 30-1-2107, p. 26-27). Come spiego nel cap. 5 del mio Economia nella mente, il problema dei risparmiatori/investitori italiani è quello di proteggere tutto il valore della persona, senza tenere masse liquide e immobili in funzione della sicurezza e del "non si sa mai". Il successo dei robo-advisor negli USA si spiega anche con la loro situazione di grande dispersione della consulenza, quasi assente nelle grandi regioni centrali dove abbiamo centri urbani radi e molto distanti.



La figura mostra la localizzazione molto differenziata dei consulenti finanziari negli Stati Uniti. Fonte: Bloomberg modificata.

In conclusione, che cosa possiamo inferire da tali analisi che riguarda il dominio articolato e interessante del concetto di sorpresa? Se il vostro tentativo consiste nel prevedere quello che succederà in futuro, cercando di vendere o comprare in anticipo tutto il mercato, cioè un indice, così da riuscire ad approfittare prima degli altri di quello che verrà considerato dai più sorprendente, possiamo concludere che vi ponete un obiettivo che è molto difficile da ottenere per la presenza, appunto, di molte "sorprese".

Per esempio, sappiamo quanto sia diventata, di questi tempi, dura la vita degli hedge fund, i fondi basati appunto su scommesse sul futuro. Come ho già detto, la spiegazione più semplice del presunto funzionamento di un hedge fund è stata data con un esempio sportivo dal matematico inglese John Barrow, che insegna a Cambridge (100 cose che non sapevi di non sapere sulla matematica e le arti, Mondadori 2016, p. 101).

Il presupposto dell'operazione sono almeno due persone che hanno attese diverse circa quello che succederà in futuro.

Supponiamo che Matteo sia convinto che la Juventus vincerà il campionato 2016 con una probabilità di  $5/8$  e Giulio sia convinto che lo vincerà il Napoli con una probabilità di  $3/4$ . Allora noi, in analogia al gestore di un fondo hedge, scommettiamo con Matteo che gli pagheremo 2 euro se la Juventus vincerà il campionato e che lui ce ne pagherà 3 se perderà. Matteo è contento di giocare questa scommessa perché, secondo la sua convinzione, la vincita prevista è di  $2 \times 5/8 - 3 \times 3/8 = \text{€ } 0,125$ . Inoltre scommettiamo con Giulio che gli pagheremo 2 euro se il Napoli vincerà e che lui ce ne pagherà 3 se vincerà la Juventus.

Anche in questo caso Giulio accetta la scommessa perché, sempre secondo le sue stime, il saldo è di nuovo positivo:  $2 \times 3/4 - 3 \times 1/4 = \text{€ } 0,75$ . E a noi, che facciamo le due scommesse, che cosa può succedere? Succederà che in ogni caso non potremo perdere soldi. Sia che vinca la Juventus sia che vinca il Napoli, noi riceveremo tre euro da Matteo oppure da Giulio, e ne pagheremo solo due. In teoria il meccanismo funziona perfettamente, ma solo se troviamo nel mondo aspettative molto diverse sull'esito di un evento incerto di cui sapremo il risultato in futuro. In pratica, invece, oggi gli hedge fund non riescono a trovare situazioni così favorevoli come le divergenze di opinione di Matteo e di Giulio. Questo è dovuto a molti motivi. Non trascurabile è il fatto che i mercati sono sempre più influenzati dalle dichiarazioni e decisioni di autorità pubbliche e da eventi politici come le numerose elezioni che si svolgeranno nel 2017 in vari paesi europei. Il caso Trump, già discusso, è solo l'ultimo di una lunga sequenza di esempi in tal senso. Le rotazioni indotte da tali dichiarazioni e decisioni schiacciano le analisi fatte sui singoli titoli non permettendo di sfruttare le presunte differenze sottostanti i titoli tra le prestazioni delle diverse aziende. Grandi ostacoli, insomma, per le gestioni attive basate sullo stock-picking (con il termine «stock picking» si intende un determinato approccio all'investimento azionario che si basa sulla accurata selezione delle singole azioni da detenere in portafoglio attraverso lo studio dei bilanci e delle storie societarie. È un approccio "micro" che si differenzia da altre strategie di investimento "macro" che si focalizzano sui settori, sulle aree geografiche, e così via).

Succede così che esiti delle scommesse fatte dagli hedge fund, se confrontate con l'andamento dell'indice azionario europeo Stoxx Europe 50, mostrano che è difficile fare sistematicamente bene indipendentemente dall'andamento del mercato. Per esempio, nella fase di forte correzione del 2008, i fondi hedge sono, nel complesso, scesi come il mercato e hanno così deluso il patto che avevano con i loro clienti. Si trattava della promessa di sfruttare le anomalie dei mercati per generare rendimento indipendentemente dalla direzionalità dei mercati stessi.

## INDICE GLOBALE DEI FONDI HEDGE (lhs) INDICE STOXX EUROPE 50



La figura confronta il Global Hedge Fund Index e il STOXX Europe 50 e mostra come il comparto degli hedge fund sia correlato nell'ultimo decennio all'andamento del mercato azionario europeo perché è difficile fare sistematicamente meglio della media del mercato.

Il recente "mercato toro" è durato per molto tempo e non ha ancora finito ormai la sua lunga corsa ininterrotta, come abbiamo visto nelle lezioni precedenti. La maggioranza degli italiani non ha sfruttato tale mercato e ha tenuto duemila miliardi dei risparmi pressoché liquidi per ragioni di sicurezza, secondo il seguente ragionamento a base emotiva:

bisogno di sicurezza ⇒ non si sa mai ⇒ investimenti per il "non si sa mai" ⇒ investimenti a breve (liquidità e breve termini e sicuri (immobili)) ⇒ poche assicurazioni perché sicurezza garantita in altro modo

Dato che la maggioranza delle persone non vuole correre rischi, vuole cioè investimenti considerati "sicuri", si capisce come mai questa preoccupazione comporti orizzonti temporali corti negli investimenti. Le persone vogliono cioè controllare che non ci si siano state discese nel valore complessivo dei risparmi e quindi ne controllano troppo frequentemente l'andamento. Da questo punto di vista gli immobili sono la miglior forma di risparmio perché non sembra, almeno ai più, che scendano di valore, dato che il nostro specifico immobile non ha un prezzo di mercato fino a quando non lo vendiamo. Oggi tuttavia, dopo una discesa decennale, i dubbi serpeggiano anche tra i risparmiatori più ottimisti e convinti delle loro scelte del passato. Mai si è avuto un panorama così roseo per il ruolo dei consulenti nello scalzare il "fai da te". Trovare nuovi clienti è una missione sociale oltre che professionale. In un paese che non cresce, il valore totale delle persone va preservato e trasmesso alle nuove generazioni. Del passaggio generazionale parlerò nelle prossime lezioni.



**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.

www.gam.com seguiteci anche su:



### Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento rappresentano la situazione congiunturale attuale e possono subire cambiamenti. GAM non è parte del Gruppo Julius Baer.