

I SOLDI IN TESTA

Lezione N° 260 – 15 marzo 2018

Antivulnerabilità Q = quasi razionale

Si è soliti dire, secondo un diffuso pregiudizio, che agli economisti interessa soltanto la razionalità economica mentre quella degli uomini è una quasi-razionalità, per usare l'espressione coniata anni fa proprio da Richard Thaler (il libro quasi-rational economics è del 1994).

Nella mia vita, per la verità, ho incontrato spesso economisti informati sui nuovi paradigmi sperimentali delle scienze cognitive mentre i colleghi scienziati cognitivi, soprattutto in Italia, raramente sono interessati ai meccanismi della decisione e dell'azione economica, un aspetto cruciale della contemporaneità e in fondo uno degli aspetti dell'azione umana. E' vero che l'enfasi sulla razionalità, e soprattutto sugli scarti dei comportamenti effettivi rispetto a un canone astratto, non coincide con il punto di vista degli psicologi. Per quanto concerne tuttavia lo scarto dalla razionalità, il vero pioniere e l'esempio classico è l'intuizione di Ronald Coase così formulata il 10 ottobre del 1932 in una lettera all'amico Fowler:

Se ci fosse concorrenza atomistica, se cioè ogni transazione che implica l'uso del lavoro altrui, di materiali o di denaro fosse oggetto di una transazione di mercato, non ci sarebbe bisogno di alcuna organizzazione ... mi sono poi chiesto perché, se i costi diminuiscono eliminando le transazioni di mercato, continuano a esserci transazioni di mercato? ... Ho quindi concluso che obiettivo dell'organizzazione è: a) riprodurre all'interno dell'unità imprenditoriale la distribuzione di fattori che si ottiene con la concorrenza atomistica; b) fare questo a un costo inferiore rispetto a quello delle transazioni di mercato che vengono in tal modo sostituite.

Fino allora nessuno si era interrogato sulle diverse dimensioni delle aziende e sul perché alcune mansioni siano svolte da dipendenti e altre no. Solo molto più tardi gli psicologi spiegarono in dettaglio la natura dei costi di transazione, e cioè i limiti di risorse di attenzione e memoria, di capacità di pensiero, e, infine le difficoltà dovute alle sistematiche distorsioni cognitive (biases), il cui studio ha già ottenuto tre premi Nobel dagli economisti. Il ritardo si spiega con la scoperta solo negli ultimi decenni del funzionamento dell'inconscio cognitivo che si può scavare e analizzare

In fondo anche il ricorso a un consulente è un costo di transazione e il modello di Coase spiega perché in questo caso i vantaggi sono maggiori degli svantaggi. La relazione con il consulente e il suo aiuto servono a farci dominare le emozioni e ad avere pazienza. La pazienza è il segreto di tutto nella gestione del risparmio. La percezione della sicurezza e della vulnerabilità segue un ordine e una gerarchia soggettiva che sono contrari a quella obiettiva come si vede da questa elaborazione statistica uscita nel febbraio 2018 che copre il lunghissimo periodo dal 1900 alla fine del 2017. Se la esaminate dal basso vedete che i beni che sembrano più sicuri, quelli che sembrano perdere meno valore nel tempo, perché "sono per sempre" come i diamanti, sono in realtà quelli che rendono meno. Gli investimenti più rischiosi, come le borse, o più frivoli, come il vino, sono quelli che a prezzi reali si rivalutano di più sui tempi lunghi. E' come se ci fosse un "premio al rischio" che, più in generale, diventa un premio alla "finta sicurezza": per avere finta sicurezza e tranquillità pagate il prezzo di una minore rivalutazione.

Diamonds not forever

Average annual real returns, 1900-2017, %



Source: "Credit Suisse global investment returns yearbook 2018" by E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, London Business School

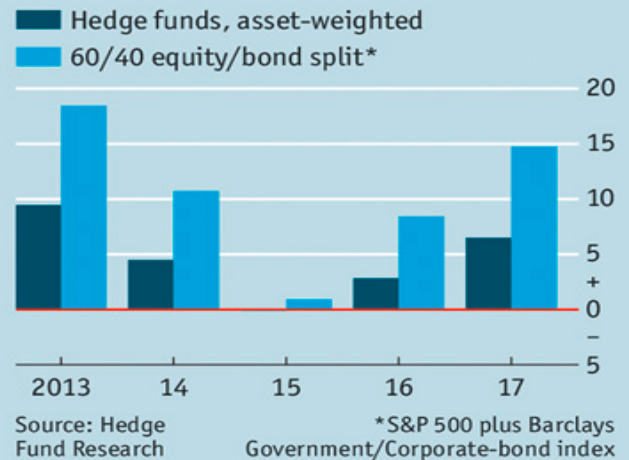
Economist.com

Rendimento medio reale delle varie forme d'investimento dal 1900 alla fine del 2017: azioni globali, vini, francobolli, violini, obbligazioni globali, arte, platino, oro, argento, diamanti. Dal 1900 al 2017 il rendimento globale delle azioni si è rivelato imbattibile. Nessun altro investimento alternativo ha battuto le azioni mondiali. I diamanti, per esempio, non "sono per sempre", come dice il noto slogan pubblicitario, perché hanno perso valore dal 1900 al 2017. Gli immobili non sono indicati perché il loro valore varia troppo da una parte all'altra del globo e una media genera solo confusione. In Italia in questo millennio le case sono andate non bene, soprattutto da un decennio, molto peggio delle azioni mondiali. Va poi detto che abitualmente in Italia si investe in "case fisiche" vicino al luogo di residenza, che si ritiene conoscere meglio. Fonte: Economist modificata.

Più in generale i limiti cognitivi ed emotivi, che oggi conosciamo bene grazie ad una serie di esperimenti, vanno a formare quegli attriti che frenano la "concorrenza atomistica" e determinano in vari modi i costi di transazione. Si tratta di costi che spesso sono poco notati perché vengono eliminati in gran parte all'interno di una struttura gerarchica. Oggi un economista aziendale e un consulente finanziario è bene che abbiano le competenze psicologiche per analizzare tali attriti. I costi di transazione oggi sono tornati di moda con la Mifid 2 perché i costi di consulenza sono né più né meno che un costo di transazione tra i mercati e i portafogli dei clienti. Anche i dati pubblicati in questo ultimo mese - in occasione del calo di circa il 10% a fine gennaio del 2018 dei mercati, e del successivo recupero del 5%, in media, con forte aumento della volatilità - hanno riaperto i dibattiti, a cui dobbiamo abituarci, tra gestioni attive e passive. Io credo che la consulenza, se intesa come gestione di tutto il patrimonio e il capitale umano del cliente, sia una funzione insostituibile, soprattutto in Italia. E i dati stanno lì a dimostrarlo. Se invece la consulenza finanziaria, sui tempi lunghi, è intesa esclusivamente e riduttivamente solo come gestione della parte finanziaria, che in Italia è meno di un terzo dei patrimoni, allora è difficile battere una gestione passiva. Chi però consiglia solo questa non ha presente lo scenario italiano.

Pruned hedges

Annual returns, %



Source: Hedge Fund Research

*S&P 500 plus Barclays Government/Corporate-bond index

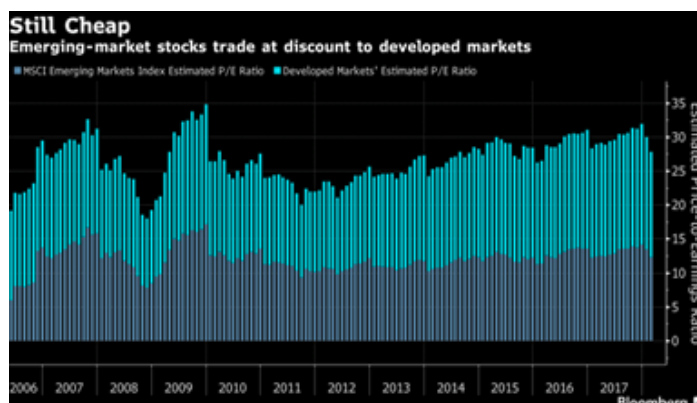
Economist.com

Si potrebbe pensare che gli hedge, che hanno totale libertà di movimento sui mercati, e in questo possono venire considerati il contrario di una gestione passiva, facciano meglio di chi aspetta fermo, costante, fiducioso in una gestione passiva equilibrata. E invece dal 2013 a oggi non hanno in media battuto un portafoglio classico 60/40 composto di azioni/obbligazioni. Fonte: Economist modificata.

Facciamo ora un salto in avanti e veniamo al premio Nobel di quest'anno, Richard Thaler. Nel 1991 egli chiede (insieme a Kahneman e Knetsch) di valutare il valore di una comune tazza di ceramica (qualsiasi oggetto va bene: io ho replicato la prova con sveglie di poco prezzo). Subito dopo a metà dei partecipanti all'esperimento viene regalata la tazza, mentre all'altra metà gli sperimentatori regalano il contante corrispondente alla stima. Quando si chiede a chi ha appena ricevuto la tazza se vuole scambiarla con i soldi della sua stima accettano in pochi. Molti meno di quanti non acquistino la tazza con i soldi regalati. E tuttavia il dilemma è lo stesso per tutti: se uscire dall'aula con una tazza o con i soldi corrispondenti al valore stimato della tazza. Per indurre a restituire la tazza ci vogliono molti più soldi della stima iniziale perché la tazza ha "guadagnato qualcosa" diventando di proprietà. Questo comportamento viola il noto teorema di Coase. Eppure Coase, nel suo articolo del 1960, aveva ribadito che l'assenza di costi di transazione era un assunto poco realistico, come ricorda lo stesso Thaler che si stupisce del fatto che ci vollero trent'anni per dimostrarlo sperimentalmente.

Questa scoperta dell'asimmetria tra gioia per l'acquisizione di un bene e il maggiore dolore per la perdita di quello stesso bene ha grandi conseguenze nei comportamenti economici e finanziari. Gli assunti del teorema di Coase non sono analoghi alle ipotesi semplificatrici dei fisici ma a delle astrazioni ideali che talvolta ci impediscono di capire nel dettaglio il comportamento delle persone e le loro motivazioni.

Pascal Boyer e Michael Petersen pubblicheranno nel 2018 su "Behavioral and Brain Science", la più citata rivista di psicologia, un'analisi che mostra come queste presunte violazioni della razionalità siano eredità di forme di vita adattive nei mondi passati. Ancora oggi, d'altra parte, pur non vivendo da cacciatori/raccoglitori, c'è più benessere soggettivo se una persona sopravvaluta quello che è suo, sia materialmente sia affettivamente. Ne consegue che i comportamenti presunti "irrazionali" avevano un valore in termini evolutivisti, anche se oggi sono spesso, ma non sempre, disadattivi. La mia disciplina invita a domandarsi l'origine e il senso degli scarti da quella che è definita "razionalità". E anche sul ruolo delle paure, spesso ingiustificate. Per esempio ora si teme il rialzo dei tassi deciso dalla Fed. Ma i dati mostrano che c'è ancora un margine di sicurezza, un cuscino su cui ancora possono per un certo tempo riposare le azioni. Le obbligazioni sembrano sicure in una fase di aumento della volatilità delle azioni, ma in realtà non lo sono se salgono i tassi più del previsto. E devono ancora salire, dopo un trentennio di calo.



Tra le azioni quelle dei paesi emergenti appaiono dalla seguente tabella non ancora sopravvalutate rispetto alla media storica e convenienti al confronto con i mercati europei e nord-americani. Fonte: Bloomberg modificata.



La figura mostra che il rendimento reale delle azioni è ancora negativo e che le azioni sono ancora, per quanto care su media storica, in confronto con le obbligazioni, una scelta pur sempre preferibile. Fonte: Bloomberg 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.

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. 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.