

UNA SINTESI DELLE PRIME 300 LEZIONI, UN BILANCIO DECENNALE

Un bravo e competente giornalista del quotidiano il Sole-24Ore mi ha recentemente posto le seguenti domande. Le mie risposte possono essere considerate una sorta di sintesi delle mie prime 300 lezioni (cfr. PDF in rete).

Domanda: Conoscere i meccanismi nascosti del nostro agire non è sufficiente per renderci consapevoli degli errori che commettiamo. Dobbiamo rassegnarci alla limitatezza del nostro agire o si può fare di più?

Risposta: Non dobbiamo rassegnarci ai vincoli che limitano il nostro agire. Pur consapevoli che questa limitatezza è dovuta a molti meccanismi di cui il più delle volte non siamo consapevoli, è però possibile diffondere la conoscenza di questi meccanismi e quindi frenarne gli effetti perniciosi. Tali meccanismi mentali funzionano nei modi descritti nei miei libri (per esempio: Perché non gestiamo bene i nostri risparmi, Mulino 2018). Essi non affondano le loro radici nell'impenetrabile "inconscio cognitivo". Sono invece il prodotto di quello che Daniel Kahneman chiama "Sistema 1", e cioè un modo di pensare veloce, spontaneo, basato sulle nostre intuizioni. Queste ultime talvolta vanno a formare delle euristiche efficienti, delle guide efficaci:

1. fai solo le cose che conosci bene,
2. basati sulla tua esperienza passata,
3. evita le scelte che ti sembrano rischiose,
4. il futuro è incerto: tieni dei soldi liquidi per il "non si sa mai".

Queste euristiche, che fanno parte del buon senso e della ragionevolezza che ci insegnano fin da piccoli, sembrano spesso funzionare bene nel corso della vita quotidiana. Purtroppo nella gestione dei nostri risparmi possono invece condurre a scelte sub-ottimali perché:

1. fare solo le cose che si conoscono bene produce il cosiddetto "home bias", e cioè la tendenza ad allocare i risparmi nelle "cose di casa nostra". Di qui lo sbilanciamento dei circa 9mila miliardi dei risparmi degli italiani, pessimamente diversificati. Abbiamo un'eccessiva prevalenza di: a) immobili non destinati a servizi abitativi per il proprietario ma finalizzati a reddito (localizzati in Italia, spesso vicino a dove si abita), b) euro (divisa di uso quotidiano), c) titoli a reddito fisso, d) liquidità.
2. Prevale l'esperienza passata delle persone anziane, quelle che in prevalenza detengono il risparmio (per più di due terzi in mano a risparmiatori che hanno ben più di sessanta anni). Questo implica privilegiare quello che gli anziani hanno apprezzato come profittevole nel loro passato, in tempi di forte inflazione: immobili e titoli a reddito fisso. Pochi si sono resi conto che il 2009 è stato un punto di non ritorno, un cambio di paradigma.
3. Evitare le scelte che sembrano pericolose implica basarsi su quanto viene innescato dalla paura di perdere. Di conseguenza si evitano le borse, considerate rischiose, perdendo uno dei decenni più favolosi dei mercati mondiali: marzo 2009 – marzo 2019. Si privilegiano invece gli immobili perché, come dice la parola, "stanno là, immobili, costanti, fermi e rassicuranti". Sembrano non perdere mai di valore semplicemente perché i più ne conoscono il prezzo di mercato (non quello immaginato) solo quando gli immobili si comprano e si vendono. Si tratta di due momenti che sono spesso molto distanti nel tempo e tale distanza ci confonde se facciamo i conti con i prezzi nominali e non con quelli relativi (per esempio: quanti appartamenti come il mio si potrebbero oggi comprare rapportando il prezzo dell'acquisto a quando il Nasdaq valeva 100 punti?).



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

4. La corretta valutazione dell'incertezza del futuro non si traduce in portafogli azionari differenziati in modo globale, secondo il peso mondiale e la forza delle varie economie. Si tengono invece molti liquidi che sostituiscono il ricorso corretto (e molto più economico) alle assicurazioni intese come prevenzione dei pericoli. Questo ricorso è frenato da quella che chiamo "assicurazione comportamentale". Questa, in sostanza (ma non solo), è basata sulla confusione tra i pericoli oggettivi e le paure soggettive (cfr. il mio *L'economia nella mente*, Cortina 2016). Non si teme ciò che è pericoloso ma ciò che è pauroso, e purtroppo si tratta oggi spesso di fenomeni dalla distanza incolmabile.

Domanda: Gli studi di finanza comportamentale sono stati finora più utili all'industria finanziaria per conoscere meglio il cliente piuttosto che ai policy maker per proteggerlo dalle asimmetrie informative. È un destino necessario oppure è pensabile un uso pubblico della disciplina per fini sociali?

Risposta: Sono possibili in teoria tre cose: 1) che i policy maker proteggano il grande pubblico dalle asimmetrie informative; 2) che l'industria finanziaria usi la finanza comportamentale per il bene del risparmiatore finale; 3) che il risparmiatore finale conosca minimamente non tanto e non solo l'economia ma come funziona la sua testa. In pratica: il punto 1) è assai debole perché i policy maker non sono preparati e sbagliano spesso in buona fede; il punto 2) è debole perché l'industria finanziaria, nel complesso, tende a guadagnare soprattutto sulla gestione dei risparmi e ha finora non troppo agevolato la trasparenza, come le vicende di Mifid2 rivelano in molti casi; il punto 3) si può realizzare solo con l'aiuto di consulenti preparati e onesti. Purtroppo i risparmiatori italiani tendono a gestire "di persona" i propri risparmi perché sono mossi da un miscuglio di superbia, orgoglio, sfiducia, diffidenza e ignoranza. Per decidere di rivolgersi a un esperto dovrebbero avere quel minimo di conoscenze che purtroppo i più non hanno. Quanto meno sanno tanto più credono di sapere e, di conseguenza, ricorrono al "fai da te".

Domanda: Quali sono le tematiche su cui questi interventi sono necessari? Quali sono i maggiori rischi prodotti in questo periodo dai deficit cognitivi e dall'analfabetismo funzionale?

Risposta: Sono i rischi descritti nelle mie risposte ai punti precedenti.

Domanda: E nella politica?

Risposta: C'è un ambito, di questi tempi, che ricorda gli studi di finanza comportamentale. Ed è quella della scelta politica. Le persone votano, scelgono un candidato o un partito politico. E tuttavia, in seguito, scoprono che il voto non ha avuto gli effetti che loro si auguravano, o, meglio, che loro auspicavano potesse avere. Seguono delusioni, spesso mescolate a rabbia e frustrazione. Prese da queste emozioni le persone cambiano voto, ma spesso lo fanno con la stessa precipitazione e slancio inconsapevole con cui avevano agito in precedenza. E' come se l'elettore, al pari del risparmiatore, fosse nemico di se stesso, nel senso che l'elettore/investitore di oggi è il nemico dell'elettore/risparmiatore di ieri e, forse, di domani.

Nelle recenti elezioni in Abruzzo il partito maggioritario è stato quello dei non-votanti. Pigrizia, delusione, frustrazione, rabbia, distacco definitivo? Un miscuglio di tutto ciò? Non lo sappiamo, neppure vagamente. E tuttavia non è molto plausibile immaginare che, in meno di un anno, un'area culturale omogenea e circoscritta abbia subito cambiamenti socio-economici così radicali da giustificare profondi mutamenti delle preferenze. Forse quello che è mutato sta più "dentro" che "fuori". In sintesi: è più cambiato lo stato d'animo dei votanti che non le condizioni oggettive esterne.

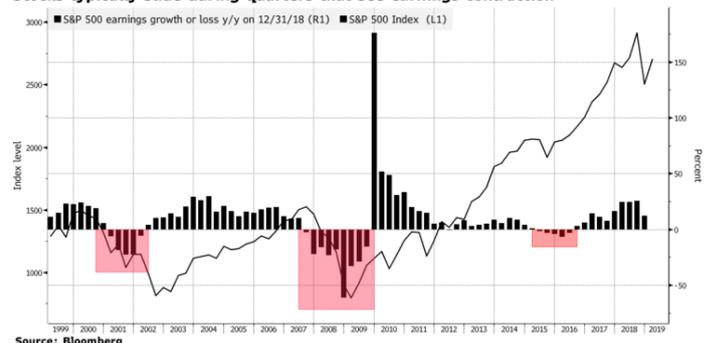
In questa analisi c'è un punto interessante che avvicina le decisioni di voto alle decisioni di investimento. Quando una persona passa dal partito A al partito B considera questa come una scelta personale. Però sa bene che il singolo voto è quasi irrilevante: desidera esprimere la sua scelta sperando che questa sia condivisa. Spera che il voto si aggaglierà a molti altri. Questa speranza, in epoca "social", trova conforto anche nei lunghi periodi in cui non si partecipa a votazioni vere e proprie, in occasione delle elezioni ufficiali, ma si partecipa al proselitismo in rete.

Votare, così come scegliere dove mettere i risparmi, provoca un effetto che è stato chiamato "profezia auto-avverante". Nella misura in cui molti passano da A a B, sperando che anche altri lo facciano, la conoscenza delle intenzioni di voto, rilevata tramite i sondaggi, tende ad avverarsi proprio perché è stata profetizzata. Si fanno rilevazioni tramite sondaggi. La diffusione di tali rilevazioni permette di fare previsioni e di condividerle. Infine le previsioni si trasformano in profezie che si auto-avverano.

Domanda: E nella finanza personale? In materia previdenziale e pensionistica?

Risposta: Nella finanza personale prevalgono i meccanismi, descritti in precedenza, che hanno nell'ultimo decennio impoverito gli italiani in modi a loro spesso completamente ignoti (per fortuna?!?). Le scelte previdenziali risentono di quella che chiamo la "trappola del tempo", e cioè della difficoltà a prendere in considerazione un futuro e un passato "lunghi". Questo è il solo modo per vincere le incertezze del presente. E tuttavia richiede i consigli di un consulente esperto e onesto che ci guidi nell'espansione di uno spazio-tempo troppo ristretto. Orizzonti corti e risparmi concentrati e non diversificati sono la maledizione del "fai da te" (cfr. il mio *La consulenza finanziaria*, Mulino 2018).

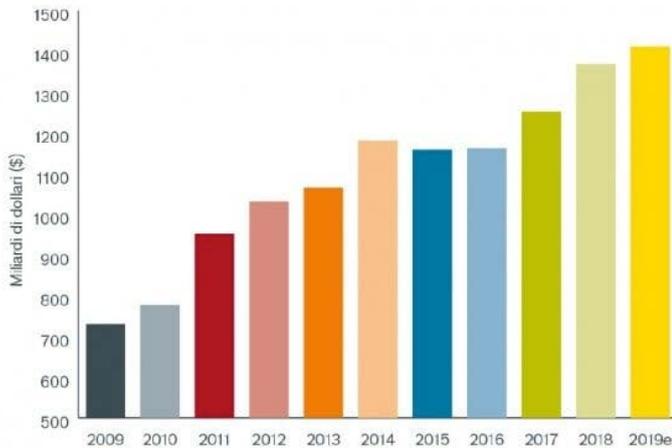
No Earnings Growth? No S&P Gain
Stocks typically slide during quarters that see earnings contraction



Source: Bloomberg

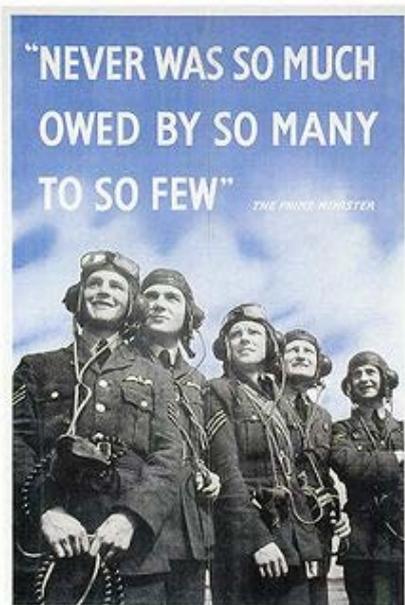
Come diceva George Clooney in un famoso spot: No Martini, No Party. Qui diventa: niente utili, niente crescita dello S&P500. Se allarghi lo spazio-tempo, trovi una geometria perfetta: utili e crescita dello S&P500 sono simmetrici e coerenti sui tempi lunghi (cfr. figura sotto). Fonte: Bloomberg modificata.

Dividendi globali (US\$)



Dividendi distribuiti a livello mondiale: circa 700 miliardi di dollari nel 2009, e una stima di circa 1.400 miliardi di dollari nel 2019. La progressione delle borse mondiali nel decennio corrisponde all'incremento progressivo dei dividendi mondiali (cfr. figura precedente). Fonte: Bloomberg modificata.

Un piccolo episodio, un grande bilancio decennale. Per una serie di circostanze fortuite l'altro giorno risposi al numero di telefono di casa mia (non lo faccio mai). Era una signora che voleva ringraziarmi per quanto successo esattamente dieci anni prima. Avevo tenuto una serie di conferenze insieme il prof. Tabellini, allora rettore della Bocconi, ai grandi clienti di una nota casa nota di gestione dei risparmi. Cercavo di spiegare la differenza tra pauroso e pericoloso con una figura che ho usato molte volte. Essa mostra la differenza tra quanti prevedono che in futuro le azioni saliranno di valore e quanti invece prevedono che scenderanno. Le persone tendono a diagnosticare il futuro guardando la loro vita nello specchio retrovisore. Nel marzo 2009 c'era un grande pessimismo, soprattutto negli USA, data la crisi appena trascorsa che aveva causato ingenti perdite ai mercati. Sulla base della differenza, e di quanto viene raccontato in questa sintesi, io mostrai con una figura volta a provare che quello sarebbe stato il momento di mettere molte azioni nel portafoglio. La signora lo fece e voleva, allo scoccare del decennio, assolutamente ringraziarmi. Io la ringraziai a mia volta, ma le dissi che probabilmente era stato il QE (quantitative easing), mai fatto dalle banche centrali in modi così massicci, a creare il favoloso decennio. La signora rispose che probabilmente io aveva ragione, ma che lei era stata convinta proprio dalla mia figura. In fondo le mie erano state poche parole, quelle di questa lezione sono meno di duemila. Eppure poche parole avevano prodotto un grande effetto, come disse Churchill in occasione della battaglia d'Inghilterra, quando pochi piloti salvarono una nazione. Allora però si trattava di vite umane, qui di un po' di soldi (forse tanti?).



Poster con le parole di Winston Churchill: Mai così tanto fu dato a così tanti da così pochi. Nel caso dei risparmiatori italiani alla fine del decennio 2009-2019, favoloso per le borse mondiali, vale l'opposto: mai così pochi (solo il 2% delle famiglie) hanno usufruito di così tanto (borse e dividendi più che raddoppiati). Fonte: https://it.m.wikipedia.org/wiki/Mai_cos%C3%AC_tanti_dovettero_cos%C3%AC_tanto_a_cos%C3%AC_pochi

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.