

IL DOPO PANDEMIA E IL FUTURO DEI MERCATI: LIQUIDITÀ E CORRELAZIONI

Questa lezione parte dalla rigorosa e corretta analisi di Carlo Benetti nel suo Alpha e Beta “Non Aprite quella porta” del 15 febbraio 2021. Benetti analizza con profondità l’effetto che si è soliti chiamare “la saggezza delle folle”, effetto scoperto più di un secolo fa da Francis Galton.

L’effetto in questione venne alla luce in occasione di una fiera di campagna in un paese della Cornovaglia, in Inghilterra, dove Galton si era ritirato in pensione. In questa fiera si comprava un biglietto che dava la possibilità di stimare il peso di un bue. Chi andava più vicino al peso esatto otteneva il premio.

Galton ritirò tutti i biglietti e, alla fine del concorso, li analizzò. Quello che scoprì lo colpì profondamente perché gli parve contro-intuitivo. Galton era partito infatti dal presupposto che le persone più esperte, come per esempio gli allevatori e i macellai (che sempre avevano a che fare con il bestiame), sapessero giudicare con più precisione il peso del bue. Questo era vero se si considerava la media dei loro giudizi rispetto alla media dei giudizi dei partecipanti inesperti che mai avevano avuto a che fare con qualsiasi aspetto del commercio del bestiame. Ovvio, se si ragiona per sotto-gruppi. Ma l’aspetto impressionante e contro-intuitivo era un altro: indipendentemente dall’expertise dei valutatori, via via che la stima comprendeva più giudizi, la “folla”, cioè il totale crescente di esperti e inesperti, si rivelava “più saggia” dei singoli, anche se esperti: in altre parole il giudizio aggregato era sempre più preciso via via che si prendevano in considerazione più biglietti. Questo era dovuto al fatto che gli errori in eccesso o in difetto si compensavano e così la media dei giudizi, via via che si consideravano più risposte, si avvicinava sempre più alla risposta esatta (Galton in realtà calcolò la mediana, cioè il giudizio sopra e sotto il quale si collocavano gli altri giudizi, ma qui non importa).

Questo effetto però, come ricorda Benetti, funziona solo a patto che ogni partecipante ignori i giudizi degli altri, proprio come era avvenuto alla fiera in Cornovaglia. In caso contrario “la saggezza delle folle è azzerata da “l’effetto Rete”, e cioè dal fatto che molti si accodano al giudizio altrui. L’effetto rete, cioè il trascinarsi di alcuni considerati opinion leader nei confronti di una massa di follower, sovrasta talvolta (non di solito) l’effetto “saggezza delle folle” e agisce in senso contrario. Ho specificato talvolta perché per solito le scelte sui mercati sono talmente numerose e imprevedibili che è difficile batterle: ecco perché è così arduo fare meglio di un indice in un mercato ricco, complesso, articolato e mutevole. Solo una minoranza di gestori, per solito, riesce a fare meglio, come è noto, della media incorporata negli indici, quasi su tutti i mercati.

Va detto, però, che l’effetto è contro-intuitivo anche perché raramente nel corso della vita quotidiana (di fatto solo nelle lotterie dove ci si deve approssimare alla risposta esatta all’insaputa degli altri concorrenti), funziona la saggezza delle folle di Galton.

L’effetto rete, dal canto suo, non è altro che una accelerazione del concorso di bellezza keynesiano. Keynes era solito dire, e lo scrisse anche nel suo classico, che i mercati funzionano come quel concorso di bellezza in voga su un giornale popolare inglese negli anni Trenta del secolo scorso in cui ci si doveva avvicinare il più possibile al gusto medio dei partecipanti. Si trattava di giudicare da parte dei milioni di acquirenti del giornale, partecipanti al concorso, quello che sarebbe stato giudicato il più bel viso femminile dalla maggioranza dei partecipanti. Quindi non si doveva partecipare al concorso giudicando in base al proprio gusto, ma in base a quello che si pensava fosse stato il gusto medio dei partecipanti, indovinando cioè quale fosse il viso giudicato più bello dai più.



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

Questo effetto “concorso di bellezza” è per così dire l’antenato di quello che Benetti ha chiamato l’effetto rete, e cioè scegliere qualcosa prevedendo che sarà scelto dalla maggioranza.

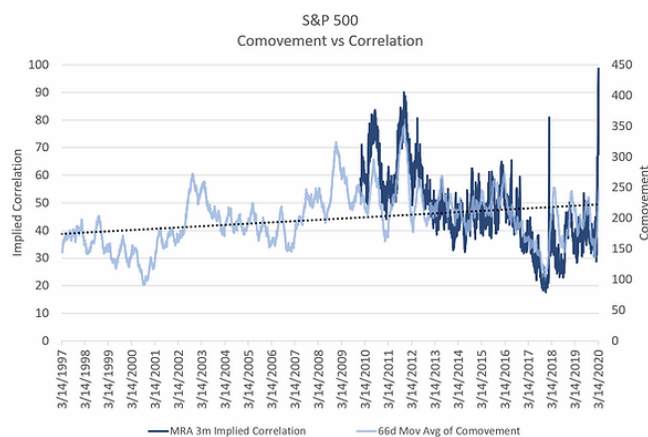
Sia l’effetto individuato e descritto da Galton all’inizio del Novecento sia quello di Keynes sono facili da replicare in aula e lo ho fatto molte volte descrivendo anche nei miei libri come si fa.

Nel caso di Galton basta prendere una grande bottiglione di plastica trasparente, riempirlo di circa trecento biglie bianche e, in maggioranza, nere, e chiedere via via ai partecipanti al gioco quante biglie nere ci sono nel bottiglione. Via via che più persone partecipano e danno la loro risposta, all’insaputa delle risposte altrui, la media delle stime si avvicina a quella che è la risposta esatta.

Nel caso del concorso di bellezza il metodo è quello descritto dal premio Nobel Richard Thaler nel suo libro “Mis-behaving” tradotto anche in italiano. Si tratta di rispondere a un quesito semplice che viene posto a un gruppo di partecipanti, per esempio a un’aula con un numero di partecipanti che va da qualche decina a un centinaio. Il quesito è: “Scegli un numero da 1 a 100 in modo da avvicinarsi ai tre quarti della media delle risposte date dagli altri partecipanti”. Non voglio discutere qui questo effetto perché lo ho fatto nei miei libri più volte. In sintesi il risultato è che le persone fanno fatica a capire che il vincitore riesce a farlo semplicemente perché si avvicina più degli altri partecipanti ai tre quarti della media delle risposte altrui, che lui ignora sino alla fine.

Che rapporto c’è tra questi due effetti e quello che succede di fatto sui mercati? Come nota giustamente Benetti, il primo effetto, quello di Galton, viene, anche grazie alle nuove piattaforme, in alcuni casi travolto dall’effetto Rete, cioè da una sorta di effetto gregge tale per cui tutti seguono la direzione dai cani che indirizzano il gregge. A questo punto entra in campo un terzo protagonista, che è il vero oggetto della lezione di Benetti, e cioè la liquidità.

La liquidità, oltre alla sicurezza e ai rendimenti, è il terzo grande pregio di un investimento, come è evidente. Infatti è un grande vantaggio poter trasformare in liquidità un qualsiasi investimento nel momento in cui per un qualsiasi motivo vogliamo riavere indietro i soldi investiti per impiegarli per un altro scopo. I diversi tipi di investimenti hanno diversi livelli di liquidità come si vede nella figura sopra riportata.



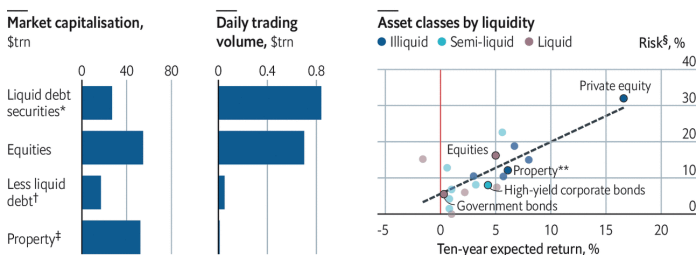
Il successo delle strategie passive ha aumentato la correlazione all’interno dello S&P 500. In parole povere tutti vendono e acquistano insieme i titoli perché quello viene comprato e venduto è l’indice e non i singoli titoli. Fonte: M. Green, “Policy in a World of Pandemics, 2020, modificato, cfr. la lezione di Carlo Benetti citata.

In relazione al rapporto tra le strategie attive e quelle passive, di cui ci parla a fondo Benetti, credo si possa capire meglio la questione, immaginando due casi limite, una strategia teorica che si usa spesso nelle scienze cognitive.

Immaginiamo che tutti ricorrano alle strategie passive e cioè investano solo in ETF. A quel punto il mercato si congela e i singoli titoli non varierebbero di valore gli uni rispetto agli altri perché tutti investirebbero solo negli indici. Il caso limite è proprio quello in cui tutti investono in un solo indice, quello delle borse mondiali. E’ evidente, da questo caso limite immaginario, che le strategie passive sono parassitarie. Funzionano cioè nella misura in cui convivono con le prevalenti strategie attive, con operatori cioè che comprano e vendono i singoli titoli.

Essendo le strategie passive subalterne e parassitarie ci si può porre il problema dell’equilibrio tra strategie attive e passive. Malgrado il crescente successo delle strategie passive, esse restano a livello globale (meno negli Stati Uniti) largamente minoritarie. Quindi, come sanguisughe, campano gratuitamente del lavoro fatto dai gestori attivi. Dove è il punto di equilibrio tra le due strategie? Quello che possiamo dire è che si è ancora molto lontani dal prevalere delle passive. Quindi, per molto tempo, le strategie a bassissimo costo (dato che richiedono solo l’uso di computer per i calcoli), si avvantaggeranno del continuo lavoro di chi utilizza le strategie attive. Certo è che via via che le passive cresceranno - dato che si comprano tutti i mercati azionari, e al limite tutti i mercati azionari del mondo in blocco con un solo fondo, e li si vendono in blocco - le correlazioni aumenteranno e aumenterà anche la liquidità dati i bassissimi costi di acquisto e vendita.

Go with the flows
United States, 2020



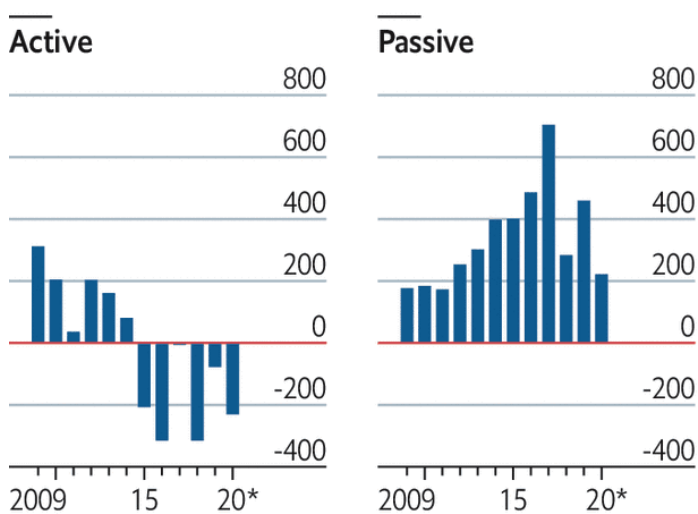
*Treasuries and mortgage-backed securities †Corporate bonds, municipal bonds and other debt securities ‡Residential and commercial properties and transactions §Variation in expected return **Real-estate investment proxy, published by BlackRock Sources: Cboe; SIFMA; Zillow; National Association of Real Estate Investment Trusts; BlackRock; The Economist

The Economist

Vai con il flusso”, cioè vai con la folla nel senso del gregge del concorso di bellezza keynesiano. Qui viene riportata la capitalizzazione delle principali forme di investimento e la loro liquidabilità. Si noti che le azioni sono l’investimento che rende di più tra gli investimenti più liquidi. Gli investimenti più liquidi sono i titoli governativi americani e le azioni quotate. Proprio perché sono i più liquidabili sono quelli venduti prima e di più nei momenti di crisi rispetto ad altri investimenti meno liquidi. Fonte: Economist modificata.

Passive aggression

United States, fund flows, \$bn



Source: Morningstar

*To September

Aumento delle strategie passive rispetto alle attive negli Stati Uniti dal 2009 ad oggi. Come si vede l'aumento è stato forte ma sta leggermente diminuendo, almeno per ora. Fonte: Economist modificata.

Tutto ciò rende indispensabile la preparazione sulla rappresentazione degli effetti del tempo ciclico (cfr. lezioni precedenti), in particolare la capacità di ragionare su un arco di tempo ampio, quello che ho chiamato “presente esteso”.

Un grande lavoro e una sfida per i consulenti perché gli argomenti della bella lezione di Benetti e di questo mio intervento sono contro-intuitivi.

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.