

LA NUOVA CONSULENZA DEL DOPO PANDEMIA DEVE ESSERE COMPORTAMENTALE

Perché ho cercato di introdurre una separazione netta tra la consulenza finanziaria e la consulenza comportamentale? Perché durante la pandemia e nel dopo pandemia si sono verificati molti fenomeni che hanno e avranno un impatto sulla pianificazione e le strategie di investimento. Inoltre la pandemia ha portato a una accentuazione diffusa delle paure e quindi a un incremento dell'avversione al rischio. Le conseguenze di questi fenomeni non sono intuitive per la grande maggioranza dei clienti, anzi direi che sono addirittura contro-intuitive, al limite del paradossale. Quindi la consulenza deve tenere conto dei comportamenti umani, non solo di quello che succede sui mercati come conseguenza dei cambiamenti economici.

Questo perché i comportamenti delle persone devono essere allineati con fenomeni che, a prima vista e a occhi inesperti, potrebbero sembrare incoerenti o forse paradossali.

Partiamo da un primo paradosso di ordine generale. Nel corso di questo secolo abbiamo avuto due crisi dei mercati finanziari a seguito di due avvenimenti avvenuti lontani dall'Italia. Quando e dove si sono verificate le due crisi di questo secolo? La prima è stata la crisi finanziaria del 2008 ed è partita dagli Stati Uniti. La seconda è stata di natura biologica, un attacco di un virus che si è diffuso nel mondo a partire dalla Cina. Che cosa è successo dopo queste crisi? Ne hanno sofferto i paesi dove esse si erano originate? Non è andata così. Gli Usa avevano superato i livelli pre-crisi del 2008 già prima della metà del decennio in corso. L'Europa invece era in ritardo. Nel 2020 il PIL (prodotto interno lordo) dell'Eurozona è sceso del 6,6% rispetto al pre-pandemia, quello degli USA del 3,5%, mentre la Cina non ha mai interrotto la sua crescita, né nel corso del 2008 né del 2020.

Da questo paradosso consistente nel fatto che chi innesca le crisi non ne subisce poi le conseguenze, si origina un secondo paradosso che si può ricondurre alla constatazione che un europeo, e in particolar modo un italiano, è bene che investa lontano da casa sua. L'italiano, per farlo, è costretto a superare un bias (e cioè una distorsione mentale sistematica) molto forte, e cioè la tendenza di

investire a casa propria, dove sappiamo meglio come stanno le cose e dove ci sentiamo più sicuri (come sempre ci si sente "a casa").

Molte volte è stato sottolineato che i risparmiatori italiani hanno posizioni basse nelle classifiche mondiali sulla preparazione finanziaria. E' vero. Per questo c'è bisogno di più aiuto da parte di consulenti. E' ovvio, anche se è meno ovvio che spesso sono così impreparati da non accorgersi nemmeno di aver bisogno di un buon consulente non in conflitto di interessi ed esperto. E' anche meno ovvio il fatto che i risparmiatori italiani sono, per così dire, sfortunati quando sono vittime dell'home bias.

Quando i risparmi sono amministrati con il "fai da te", quando cioè chi decide come investirli è il risparmiatore stesso, uno dei più potenti fattori di disturbo e di inefficienza è il cosiddetto "home bias". Si tratta della tendenza intuitiva a scegliere gli investimenti "vicini", "conosciuti bene", proprio perché sono quelli che si possono fare a casa o vicino a casa. In molti altri ambiti l'home bias non è dannoso, anzi è benefico perché tende a coincidere con il fare affidamento delle nostre conoscenze basate sull'esperienza passata. Non così nel campo degli investimenti.

Immaginate di essere un risparmiatore statunitense che usa il "fai da te" ed è quindi vittima inconsapevole dell'home bias. Che cosa gli capita?

Principalmente:

- Investe su una borsa tra le più profittevoli a livello mondiale, certo meglio di quella italiana, almeno sui tempi lunghi.
- Compra a scopo di investimento (house) o per abitarci (house) immobili che hanno ripreso a crescere di valore e ancor più cresceranno nel dopo pandemia.
- Compra dei titoli governativi decennali, super sicuri (doppia A), che rendono di più di quelli italiani, molto meno sicuri.



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

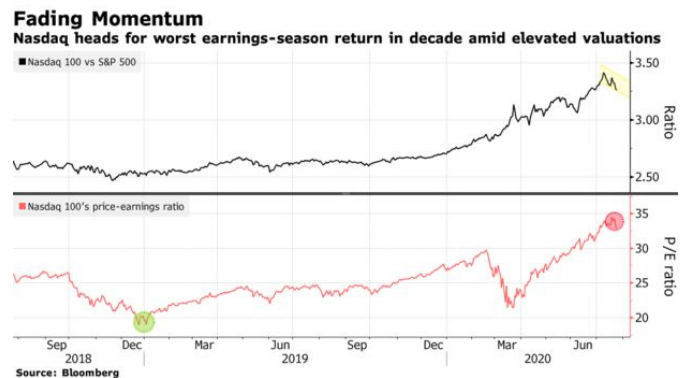
Queste sono le conseguenze della mentalità “casalinga”, cioè dell’home bias, per lo statunitense medio quando è vittima dell’home bias nel campo degli investimenti (altrove è diverso, come ho già detto). Per un italiano purtroppo le cose non stanno così, l’home bias ha conseguenze molto più dannose. Un italiano per investire bene deve andare lontano da casa sua, più lontano possibile. E sappiamo bene che questo non è naturale, spontaneo. A tutti piacciono le cose vicino a casa, familiari, conosciute. E invece che cosa succede, purtroppo? Quale è la borsa migliore da un anno a questa parte? S&P500 e Nasdaq! Molto lontane entrambe per il risparmiatore italiano.

Usando i dati della mobilità desunti da Google, l’Economist ha costruito un indice dell’attività economica che precede i dati sul PIL. Infatti misura i movimenti per recarsi al lavoro, per acquisti, per attività di tempo libero. Un mese fa, agli inizi di marzo, questo indice era sotto del 30% rispetto al periodo pre-pandemia, a metà aprile è rimbalzato del 30% sopra il livello pre-pandemia.

Consideriamo i prezzi degli immobili: quali immobili sono cresciuti di più di valore nell’ultimo anno? Quelli neozelandesi sono cresciuti del 19% (cfr. il Global House Price Index di Knight Frank, appena pubblicato)! Ringraziamo il cielo che il mondo non si può espandere come l’universo. I corpi celesti su allontanano da noi sempre di più e ampie porzioni dell’universo diverranno presto per noi invisibili. Se succedesse che anche il globo si espandesse con pari ritmo, gli investimenti migliori si allontanerebbero sempre più da noi per diventare anch’essi irraggiungibili. E invece sono sì lontani, ma per lo meno non si allontanano, anche se sono psicologicamente distanti, mondi poco conosciuti.

Al doppio paradosso appena descritto corrisponde un altro doppio paradosso: abitiamo in un paese dove ci sono nel complesso molti risparmi, ma siamo anche nel paese dove c’è meno consulenza. E questo non è solo colpa dei risparmiatori del nostro paese, è colpa soprattutto dei media e di chi non ha saputo diffondere le conoscenze psicologiche alla base della consulenza comportamentale, in primis gli scienziati cognitivi. Ma non è colpa loro se sono sfortunati perché più lontano vanno da casa, più ai loro risparmi le cose vanno bene, e viceversa. L’home bias gioca contro di loro molto di più che nel caso di uno statunitense. A favore della consulenza giocano quindi due fattori: non solo l’impreparazione, ma anche la sfortuna dell’italiano medio che usa la tecnologia di origine USA ma non investe nel settore tecnologico USA proprio perché “psicologicamente” lontano.

La supremazia del settore tecnologico, prima e durante la pandemia, è l’esempio di cambio di paradigma che ho più discusso nel mio libro “Oltre il tempo presente” in uscita da Guerini Next con la collaborazione di GAM e AIPB.

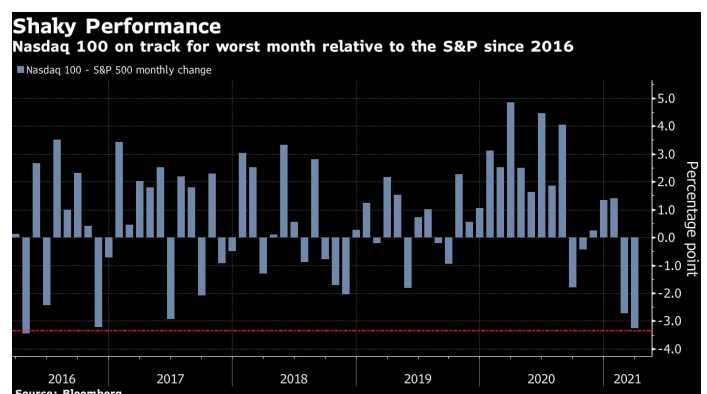


Il rapporto tra il Nasdaq 100 e lo S&P500, sbilanciandosi progressivamente perché il Nasdaq è raddoppiato in due anni, si sta stabilizzando. Fonte: Bloomberg modificata.

Alla luce di questi fenomeni, come abbiamo già detto, il consulente è un esperto “speciale” rispetto agli altri che conosciamo da vicino: non ha la risposta “vincente” ma è dotato di una strategia vincente. Questo è diventato ancora più evidente nel dopo pandemia, quando i mondi della tecnologia e della sostenibilità hanno fatto irruzione nel panorama economico e avranno effetti su tempi molto lunghi.

Di conseguenza un altro aspetto che fa del consulente finanziario un tipo di esperto “speciale”, diverso da tutti gli altri, è dovuto al fatto che deve essere capace di individuare i punti di rottura, coincidenti con i punti di non ritorno, e deve cercare di spiegarli al cliente. Alcuni di questi non sono nuovi ma si manifestano in modi nuovi dato che i tempi sono nuovi.

Consideriamo quello che più ha caratterizzato la pandemia e il dopo-pandemia: la centralità degli investimenti nel mondo dell’immateriale, di cui abbiamo già parlato. Di per sé questo non è, in astratto e in termini molto generali, un problema del tutto nuovo.



Il Nasdaq 100 ha smesso di salire più dello S&P500? Così finora è successo nel corso del 2021. E’ una interruzione temporanea di una supremazia decennale, come ritengono i più? Oppure è un punto di non ritorno? Fonte: Bloomberg modificata.

Le origini dell’immateriale e dell’intangibile possono venir fatte risalire a quando gli uomini hanno inventato la matematica e la logica. Dai tempi dell’antica Grecia e di Roma, fino alle classi privilegiate dell’Occidente cristiano, un fanciullo, nel corso della sua formazione, ha sempre dovuto imparare un po’ di logica aristotelica per poter ragionare meglio, per esempio per sapere

quale fosse una conclusione valida a partire da premesse vere. Dal 1800 in avanti, il mondo ideale della logica e quello concreto della produzione di beni cominciarono a incrociarsi e, poi, ad andare a braccetto e a interagire. Sistemi logici primitivi furono incorporati nelle macchine, per esempio nei primi telai meccanici per fornire automaticamente istruzioni su come fabbricare i tessuti. E tuttavia il vero salto avvenne con Alan Turing, un matematico e logico inglese che riuscì a costruire il primo computer allo scopo di decifrare i messaggi inviati ai sommergibili tedeschi durante la seconda guerra mondiale. Da allora le cose cambiarono sempre più rapidamente. Prima i computer erano delle grandi macchine alimentate da più persone, come il Colossus di Turing che molti avranno forse visto all'opera nel film americano del 2014: "The Imitation Game". Il film è basato sulla biografia di Turing scritta da Andrew Hodges, con l'attore Benedict Cumberbatch che s'immerge nel personaggio dello scienziato in modo verosimile. Poi i computer diventarono dei "personal" portatili, grazie all'intuizione dei fondatori di Apple. Infine, sempre più piccoli e potenti, sono finiti nelle tasche di miliardi di persone.

Si è così riusciti, un po' alla volta, a fare in modo che nulla di quanto creato dagli uomini sfuggisse alla possibilità di essere simulato con un sistema artificiale. Abbiamo così cominciato a spostare operazioni mentali fatte da quel computer naturale che è il cervello a delle protesi artificiali che teniamo a portata di mano. Questo è il più impressionante e pervasivo segno e simbolo dei tempi nuovi e non può non aver lasciato segni ed echi nei mondi dell'economia e della finanza.

Oggi miriadi di persone non potrebbero fare a meno di quello che trovano o che cercano sui loro schermi, sia per svolgere attività professionali sia nel tempo libero.

Ci sono quindi diversi ordini di fattori che rendono necessaria una consulenza "comportamentale":

- sfortuna rispetto a uno statunitense che soffre meno delle conseguenze dell'home bias, pur provandolo in ugual misura;
- superbia e quindi fai da te, e assenza di consulenza per cui investimenti degli italiani sono inefficaci. Ormai da anni, in termini reali (disinflazionati), più della metà di questi investimenti non rende nulla o è in perdita. Di conseguenza gli italiani, pur avendo risparmiato molto, in linea percentuale con i livelli dei risparmi di chi ha fatto investimenti efficaci, si troveranno probabilmente, alla fine della pandemia, più poveri.

Che cosa non ha funzionato? Sui media italiani più diffusi questo confronto non viene mai (o quasi mai) fatto. Se il confronto non viene fatto, non ci si domanda come mai ci sia questa strabiliante differenza di efficacia. Se non si nota su questa strabiliante differenza, non ci si può neppure chiedere come mai si verifica.

Essa si verifica per molti motivi, ma questi sono i principali:

- Si seguono le notizie giorno per giorno e non si estende il presente né nel futuro né nel passato, prendendo in considerazione un "presente esteso".
- Concentrandosi sulle notizie giorno per giorno, si dà più enfasi alle perdite su brevi periodi di tempo che ai guadagni sui tempi lunghi.
- Si accentua la necessità di sicurezza non evidenziando il confronto tra ciò che non è percepito come rischioso (per esempio i bond risk free) e i rendimenti azionari.
- Si trascura di osservare l'unico indicatore, tra i vari multipli utilizzati per valutare il mercato azionario europeo ed Usa, che non si trova su livelli di massima tensione: l'equity risk premium (cfr. Sole24Ore di sabato 3 aprile, p. 6, in alto a destra).

L'incapacità di capire la nozione di efficacia degli investimenti è parallela all'incapacità di capire la nozione di efficacia dei vaccini: entrambe si basano su confronti, proporzioni e percentuali.

I dati raccolti in un esperimento che sta conducendo Alessandra Jacomuzzi, ricercatrice dell'Università Ca' Foscari di Venezia, mostrano che la grande maggioranza delle persone pensa che quando si dice che un vaccino è efficace al 95% questo, secondo loro, significa che 95 persone su 100 che fanno il vaccino non verranno contagiate dal virus mentre 5 potranno esserlo. Questa nozione è errata.

La nozione di efficacia anche in questo caso si basa su un confronto. Durante i test sull'efficacia del vaccino Johnson & Johnson 5mila persone sono state vaccinate e 5mila non sono state vaccinate (tecnicamente è il campione placebo, quello che prende un farmaco finto per far credere di essere stati vaccinati). Nel gruppo di 5mila persone che non è stato vaccinato, ben 63 persone hanno in seguito avuto il Covid-19. Nel gruppo di 5mila persone che è stato vaccinato, solo 18 persone hanno poi avuto il Covid-19. Il confronto tra 63 e 18 indica l'efficacia del vaccino, e cioè la riduzione del rischio di contrarre il virus se si è vaccinati (per i dettagli cfr. la fonte). In altre parole: una percentuale del 0% significa che le persone vaccinate sono a rischio come quelle non vaccinate. Una percentuale del 100% significa che il rischio del Covid-19 è stato completamente eliminato. L'efficacia inoltre varia se si considerano le morti, i casi gravi oppure i casi lievi. Nei casi gravi Johnson & Johnson è molto più efficace e le morti sono quasi del tutto eliminate.

Secondo il modello UCL (University College London), lunedì 12 aprile la Gran Bretagna avrà quasi raggiunto l'immunità di gregge in quanto quasi il 60% dei Britannici ha sviluppato sufficienti anticorpi per il virus. Di conseguenza le morti saranno ridotte a casi eccezionali di co-morbilità. Il loro premier ha spiegato più volte in televisione come funziona l'efficacia dei vaccini e l'importanza di vaccinarsi. I paesi anglosassoni usciranno più ricchi dalla pandemia perché più persone hanno capito l'efficacia degli investimenti e l'efficacia dei vaccini. Le due cose vanno

di pari passo. In Italia, purtroppo, molte meno. Quindi non si è capito neppure l'entità del maggior rischio affrontato con le interruzioni e i ritardi. Ripresa dell'economia e salute sono due facce della stessa medaglia come si vedrà dal confronto (ancora una volta un confronto!) tra Italia e Gran Bretagna.

Una famosa storia del giallista Raymond Chandler si chiama Il grande sonno. Alla fine della storia si capisce che il grande sonno è la Morte. Il sonno delle menti genera morti, nel caso dei vaccini. Nel caso degli investimenti invece si limita a renderci più poveri.

Fonti:

Per la spiegazione corretta dell'efficacia dei vaccini, cfr. l'articolo di Carl Zimmer e Keith Collins "What Do Vaccine Efficacy Numbers Actually Mean?", New York Times, 3 marzo 2021.

Per l'immunità di gregge in UK, cfr.:

<https://www.cityam.com/uk-to-achieve-herd-immunity-by-monday-modelling-shows/>.

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.