

# LA CONSULENZA FINANZIARIA È SEMPLICE, QUELLA COMPORTAMENTALE LO È MENO

Mio padre era un ingegnere, dirigente industriale. Quando finii il liceo gli dissi che avrei studiato filosofia e non ingegneria, come avveniva in famiglia da più generazioni. “Bene – mi rispose – non farai molti soldi, ma credo che starai bene comunque”.

Aveva torto. Pur avendo studiato filosofia, ma lavorando non più di 15 anni per grandi aziende, feci soldi più che a sufficienza (almeno per me, che conduco una frugale vita da professore universitario). Mi posi il problema di come investirli e studiai bene come farlo. Scoprii abbastanza presto quale fosse la forma di investimento con maggiore rendimento nel tempo. La scelsi per i miei risparmi. Poi però, essendo uno studioso, scoprii che pochi facevano questa scelta. Poco male, pensai. Le persone se fanno investimenti diversi e poco redditizi, scopriranno presto quali sono gli investimenti migliori perché “sbagliando si impara”. In seguito, con mia enorme sorpresa, scoprii che questo è uno dei pochi ambiti in cui, sbagliando, non si impara. Curioso – pensai. Chi non ha imparato qualcosa per prove ed errori? Capita agli scarafaggi, ai vermi e al resto del mondo vivente, come ha spiegato in dettaglio Giorgio Vallortigara sulla Domenica del Sole24Ore il 28-2-2021. Interessanti quindi i rari casi in cui sbagliando non si impara. Da sempre credevo che sbagliando si imparasse, ma nel campo degli investimenti le cose non stanno così. Ricordo molto bene un episodio della mia gioventù.

A Monza mio fratello perse la strada il primo giorno di scuola. Chiese a una signora di accompagnarlo a casa. Da allora gli mostrai preventivamente, in ogni nuova città, gli errori possibili sul percorso casa-scuola. Imparava in poco tempo: lo lasciavo scegliere da solo e correggevo gli errori.

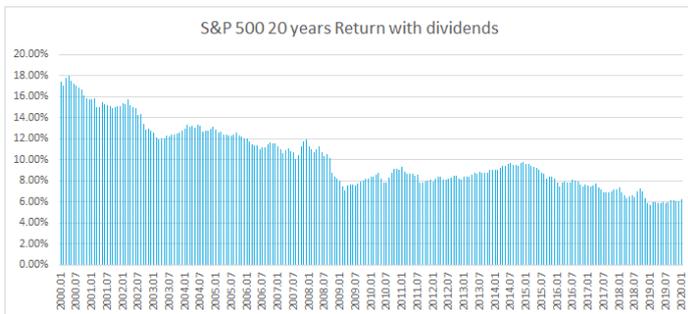
Per molto tempo ho continuato a pensare, secondo il senso comune, che si imparasse soltanto in questo modo. Poi, a venticinque anni, scoprii che non era vero ed andai a Londra per capire meglio come stavano le cose. Era stata fatta una grande scoperta che fu alla base di quella che divenne la mia professione. In effetti, negli anni Sessanta del secolo scorso, l'inglese Peter Wason a Londra, e poi Daniel Kahneman e Amos Tversky, che avevano lavorato prima in Israele e poi negli Stati Uniti, scoprirono alcune situazioni in cui i più sbagliano e poi ci ricascano. Le persone non si accorgono d'aver sbagliato. Il punto cruciale, però, è che, dopo che è stato mostrato l'errore, e le sue conseguenze, queste tendono ostinatamente a riemergere. Questo è proprio il caso degli investimenti, l'argomento che qui ci interessa. Come mai le persone sbagliano e non si accorgono di sbagliare? A prima vista sembra che le persone abbiano le strategie fuorvianti che conducono a comportamenti errati già pronte e disponibili in testa fin dalla nascita. Si tratterebbe quindi di dis-imparare, abbandonando reazioni spontanee e intuizioni immediate, prima di riuscire a imparare quella che è la soluzione o la strategia corretta. Ovviamente, se uno invece di imparare dalla sua esperienza e da quella altrui, si mette a studiare, allora se ne accorge subito, come cercai di spiegare nel mio primo libro dedicato alla psicologia e agli investimenti, pubblicato proprio dal Sole24Ore nel 2006. Già allora avevo analizzato alcuni meccanismi cruciali anche nel campo degli investimenti.



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

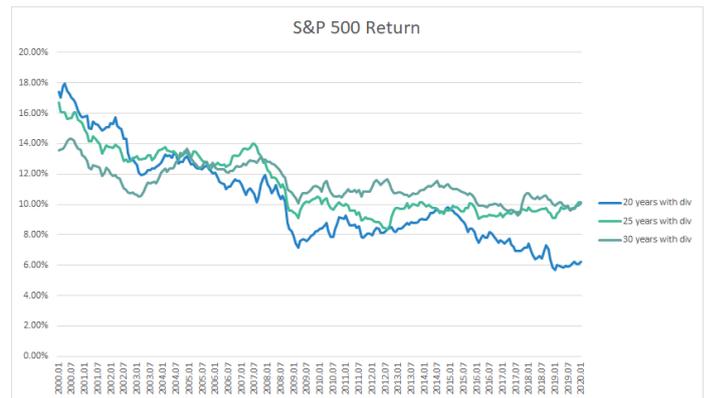
Il principale è il seguente: il dolore per una perdita viene percepito come superiore alla gioia per un guadagno della stessa entità in valore assoluto. Di conseguenza ci accontentiamo di poco e rinunciamo al molto pur di evitare il rischio di una perdita forse irrecuperabile. Un comportamento che era adattivo in mondi in cui si doveva decidere in fretta e in presenza di pericoli gravi, spesso mortali. Scelta autolesionista, invece, quando andrebbero valutate le conseguenze delle decisioni sui tempi lunghi, in particolare i rendimenti degli investimenti. A posteriori la differenza è impressionante, ma solo se si adotta una prospettiva di vasto respiro come ho cercato di mostrare nel mio libro "Oltre il tempo presente" uscito a fine maggio da Guerini.

La tabella qui sotto riportata mostra che in questo secolo il rendimento medio annuo sullo S&P 500, reinvestendo i dividendi, non è mai sceso sotto il 6% e la media annua dei rendimenti sull'arco dei 20 anni è stata del 10,23%. I miei risparmi, per conto loro e senza che io facessi nulla, hanno superato di gran lunga quello che io avevo messo da parte lavorando. Studiare, come spesso capita, conta di più che lavorare: questa è la morale della storia. Studiando filosofia avevo imparato a studiare: è questo quello che conta. Purtroppo non ebbi il modo di raccontarlo a mio padre.



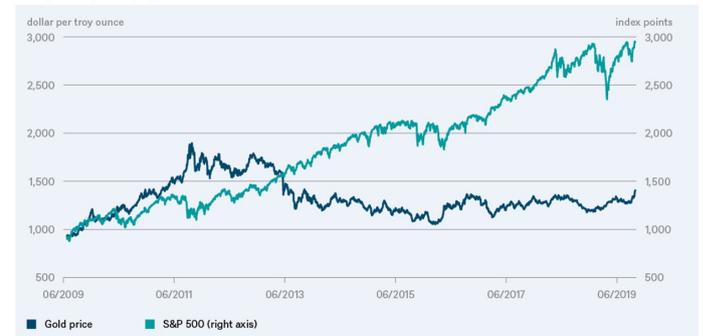
La tabella qui sotto riportata mostra che in questo secolo il rendimento medio annuo sullo S&P 500, reinvestendo i dividendi, non è mai sceso sotto il 6% e la media annua dei rendimenti sull'arco dei 20 anni è stata del 10,23%. Si tenga presente che l'inflazione è molto scesa e che quindi il rendimento reale è stato più o meno costante. Così come sistematico, sui tempi lunghi, è stato l'extra-rendimento rispetto al reddito fisso, extra-rendimento che si è soliti chiamare "premio al rischio". Fonte: Bloomberg modificato (da Robert Shiller).

Se poi allunghiamo l'intervallo temporale, come cerco di illustrare nel mio ultimo libro (Oltre il presente esteso), e se teniamo in considerazione che io vendetti la mia società a una multinazionale statunitense proprio trenta anni fa, si scopre un altro fenomeno impressionante, anche se semplice, dato che si spiega con il banale scorrere del tempo e l'effetto cumulato delle conseguenze prodottesi del Tempo. Il Tempo svela la Verità, come nella famosa statua di Bernini (Roma, Galleria Borghese). Allungando la durata dell'intervallo preso in esame si scopre inoltre che, nel campo degli investimenti, il Tempo svela la Stabilizzazione, per parafrasare l'insegnamento dell'opera di Bernini.



Se si allunga l'orizzonte temporale dai 20 ai 25 anni, e poi ai trenta anni, i rendimenti dello S&P 500 si stabilizzano sempre più nel senso che oscillano meno nel tempo. Il Tempo svela la Stabilizzazione, per parafrasare Bernini. Fonte: Bloomberg modificata.

On par ten years ago: gold and the S&P 500



Sources: Refinitiv, DWS Investment GmbH as of 6/26/19

L'oro è stato battuto, fin dal marzo 2013, dallo S&P 500. Oggi il valore dell'indice principe statunitense è oltre 4mila: il divario è divenuto incolmabile. Fonte: Bloomberg modificata

Consideriamo come investimento sicuro quello che è stato emblematico per anni per il senso comune di ciò che è materiale e tangibile: l'oro. In effetti l'oro come investimento non è scomparso. Ma per gli investitori odierni va tenuto presente che, sui tempi lunghi, non solo viene superato dall'indice S&P 500, ma è surclassato dall'opposto, per così dire, dell'oro, e cioè dall'indice Nasdaq, simbolo dell'immateriale. In effetti, come racconterò meglio nella prossima lezione, quando vado a visitare la sua tomba nella chiesa veneziana di San Moisè, penso che la vera soddisfazione John Law l'avrebbe provata nel vedere che l'erede delle sue idee sui valori delle entità intangibili, e cioè l'indice Nasdaq, a sua volta batte sistematicamente il classico e tradizionale indice S&P 500.

La spiegazione ultima di tutto ciò è che abbiamo ereditato il cervello dei nostri lontani antenati che vivevano da cacciatori raccoglitori. Le condizioni di vita però sono mutate: le perdite momentanee (quelle di breve periodo nei mercati azionari) possono venire, sui tempi lunghi, più che compensate da cospicui guadagni. Purtroppo i più giudicano in fretta senza accorgersi dei loro pre-giudizi, soprattutto se questi sono condivisi da altri.

Le persone spontaneamente notano solo i fatti che danno loro ragione. In ambienti complessi, come quelli odierni, i pochi che si chiedono spesso: “Se avessi torto?”, “Come potrei mostrare che questa cosa, data per scontata da tutti, si potrebbe fare in altri modi?”, si trovano ad avere un vantaggio competitivo. Hanno un vantaggio competitivo perché, spinti da queste domande, studiano e, studiando, capiscono.

Daniel Kahneman con *Pensieri lenti e veloci* (2011) ha affrontato questa ricca tradizione di ricerche ipotizzando che il cervello sia dotato di due sistemi: uno veloce, basato su intuizioni, e uno più lento e riflessivo. Va a finire che troppo spesso ci accontentiamo del primo mentre sarebbe bene ricorrere al secondo per giudizi e scelte razionali.

Il fatto che la finanza contemporanea sia sempre più contro-intuitiva e che il senso comune porti a inconsapevole autolesionismo negli investimenti scelti con il “fai da te” ha condotto agli estremi la divaricazione nata molti anni fa con John Law di cui vi parlerò nella prossima lezione, la n° 416. Law, nella sua funzione di consulente finanziario dei sovrani, aveva introdotto innovazioni che non sono mai più scomparse, anzi sono accelerate sempre più. Al contrario, come consulente comportamentale, il fallimento dei suoi rapporti con i sovrani inglesi e francesi ha anticipato le difficoltà che oggi si hanno nel convincere il grande mondo dei risparmiatori che l'immateriale è il futuro degli investimenti e che la consulenza comportamentale è altrettanto necessaria della consulenza finanziaria.

In John Law, nelle sue azioni e nei suoi scritti, era implicito il riflesso della distinzione tra i due sistemi di Kahneman. Oggi tale distinzione è divenuta esplicita. Il riflesso della distinzione di Kahneman nel mondo della consulenza mostra che abbiamo bisogno almeno di due tipi di consulenza. Quella finanziaria spiega l'andamento delle tabelle presentate in questa lezione. Gli andamenti sistematici presenti in tali figure mostrano un progressivo passaggio nel campo degli investimenti dal materiale (oro, immobili) all'immateriale.

E tuttavia il punto cruciale è che abbiamo bisogno della finanza comportamentale per spiegare come mai quello che ci mostrano tali figure non si traduca nei comportamenti della maggior parte degli investitori italiani. E non si traduce benché le differenze, e i loro effetti, siano di lungo, anzi lunghissimo, periodo. Il fatto è che comportamenti e intuizioni non bastano. Diviene sempre più necessario capire come funzionano i comportamenti effettivi per spiegare come mai questi ignorino sistematicamente gli investimenti più redditizi. Non è così difficile da capire, basterebbe studiare, e neppure troppo. Eppure studiare, anche se per poco tempo, è ciò di cui l'investitore medio italiano crede di non aver bisogno.

#### **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](http://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.