

FINANZA COMPORTAMENTALE E CONSULENZA COMPORTAMENTALE: IL DECENNIO FUTURO

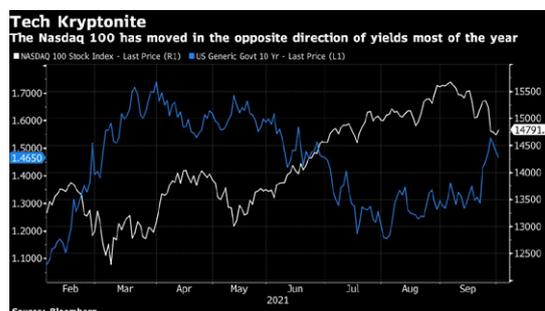
Il 2 ottobre scorso Hans Naumer¹ di Allianz dichiara in un'intervista al più importante giornale di economia e finanza: "Circa il 30% del mercato obbligazionario globale ha tassi negativi e un ulteriore 40% rende tra lo 0% e l'1%". Dato che questo 70% di reddito fisso di cui parla Naumer è composto di obbligazione sicure, e chi sceglie il reddito fisso vuole avere sicurezza, di fatto questo segmento sicuro, che è maggioritario, ha rendimenti nominali bassissimi e rendimenti reali tutti negativi perché l'inflazione sta tornando con forza dopo lunghi anni di assenza. Naumer è di Allianz e persino in Germania l'inflazione ha toccato il 4,1% in Settembre, superato solo dal 4,3% nel 1993 dopo la riunificazione. I tassi saliranno e Naumer giunge alla conclusione che ci saranno "ulteriori afflussi nei fondi azionari, anche come conseguenza della dilatazione dei fondi del mercato monetario: un trend che dovrebbe sostenere gli asset rischiosi nel medio-lungo termine".



In Europa l'inflazione sta tornando quasi si vendicasse di chi credeva che fosse scomparsa per sempre. Se continua così, tra poco tempo tutti i rendimenti reali del reddito fisso sicuro saranno negativi, anche fortemente negativi. Fonte: Eurostat modificata.

Questa considerazione sui tassi negativi, e quindi su un forte premio al rischio che premia le azioni rispetto al reddito fisso (premio al rischio che è alto in modo costante da più di un decennio) si accompagna a un'altra tendenza, questa più recente.

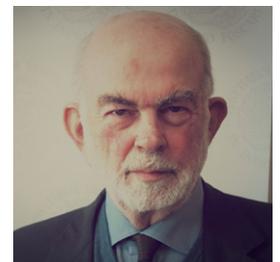
Si tratta della correlazione negativa nel corso del 2021 tra l'andamento del Nasdaq e il governativo USA a trent'anni.



La figura mostra la correlazione negativa nel corso del 2021 tra l'andamento del Nasdaq e il governativo USA a trent'anni. Se i rendimenti dei governativi dovessero salire con la risalita dell'inflazione, il Nasdaq ne avrebbe a soffrire? Fonte: Bloomberg modificata.

Queste tendenze più recenti vanno viste sullo sfondo dei trend di lunga durata.

Il trend rilevante, e rilevante a lunghissimo termine, è costituito dalla prevalenza del mentale, cioè dei beni e degli strumenti intangibili, rispetto all'immateriale, cioè ai beni dell'industria manifatturiera (hardware vs. software avrebbero detto i primi scienziati cognitivi, quelli che paragonavano la mente al software e il cervello all'hardware). Da questo punto di vista il 1975 può essere simbolicamente assunto come il punto di non ritorno per la superiorità crescente dell'intangibile, sia sui mercati sia nelle scienze cognitive.



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

I tempi lunghi isolano i punti di non ritorno e li rendono visibili.

Più ancora dell'andamento dell'indice Nasdaq, superiore allo S&P500 ormai da più di un decennio (e il divario è divenuto così grande che sarà difficilmente colmabile in futuro), è cruciale il fatto che, nell'ultimo mezzo secolo, tra le 500 aziende più importanti quotate nello S&P500, il peso degli asset tangibili ha sempre avuto meno peso rispetto agli asset intangibili, un tema che ho già trattato in passato.

La domanda che si impone oggi è la seguente: questo è un trend di lunghissimo periodo che diverrà secolare? Un altro mezzo secolo dopo il primo mezzo secolo? L'andamento delle economie e delle società a livello globale sembra proprio indicare così.

Alla luce di questo quadro vorrei ribadire ancora una volta che i risultati, per quanto solidi e significativi, della finanza comportamentale restano sterili e infecondi se non sono accompagnati dalla consulenza comportamentale.

La consulenza comportamentale riguarda i modi con cui un consulente deve correggere le tendenze innate dei clienti, difficili, quasi impossibili da sradicare da parte del cliente stesso, con le sue sole forze.

La più distruttiva tra tali tendenze innate consiste nel non accettare le perdite a breve termine come diviene possibile solo se il consulente accompagna il cliente nel faticoso percorso che permette di superare l'avversione per le perdite. Essa è documentata dal fatto che una perdita di una data entità determina un dispiacere doppio del piacere di un guadagno equivalente. Questa tendenza incorporata nel cervello da migliaia di anni va superata ed è superabile solo con la guida di un consulente. Il lungo termine va inoltre giustificato e privilegiato per il fatto che le previsioni a breve termine sono impossibili, quelle a medio termine difficili, e quelle a lungo termine invece facili.

Questo avviene solo nell'ambito economico-finanziario e non in tutti gli altri campi della vita quotidiana in cui abitualmente ci muoviamo. Si tratta di un punto rilevante perché è di supporto al consulente quando deve spiegare al cliente una prospettiva temporale ampia, oltre il tempo presente (titolo del mio libro del 2021 scritto per GAM/AIPB).

Un terzo e ultimo punto che vorrei sottolineare è quello dell'efficacia degli investimenti, cioè la loro capacità di ridurre il rischio e di farci del bene proprio come nel caso dei vaccini (dove il bene è la possibilità di ridurre la probabilità di ammalarsi mentre in campo finanziario il bene è la possibilità di ridurre la probabilità di vedere il nostro patrimonio ridursi invece che accrescersi).

La questione dell'efficacia è cruciale perché altrimenti non si spiega come mai, dei diecimila miliardi di risparmi indicati dalla Banca d'Italia come patrimonio complessivo degli italiani, la grande maggioranza non solo sia investita con rendimenti nulli ma, inoltre, non abbia approfittato di un decennio fantastico dei mercati azionari, un decennio probabilmente irripetibile.

Anche se sottraiamo da questo patrimonio i circa tremila miliardi di prime case, da intendersi come un servizio più che come una forma di risparmio (anche se tale si rivelerà purtroppo spesso per le nuove generazioni), dobbiamo purtroppo constatare che la maggior parte dei settemila miliardi restanti è investita in modi improduttivi e inefficaci. Probabilmente di questa inefficacia neppure ha consapevolezza la maggioranza dei risparmiatori perché non sono in grado di fare confronti. Come possono fare confronti se non hanno concepito altre possibili forme di investimento?

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 nel tempo.

Tale incapacità 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.

Il prossimo decennio si caratterizza per una questione rilevante rispetto al decennio appena trascorso. In questo ultimo decennio, essendo tutti gli asset sempre più correlati, era difficile fare gestione attiva e quindi abbiamo assistito, soprattutto negli USA, a un passaggio massiccio alla gestione passiva. Ancor oggi, ottobre 2021, la differenza percentuale tra i rendimenti dei vari settori che vanno a comporre lo S&P500 è la più bassa dagli anni novanta. Quindi non solo correlazione tra mercati ma anche correlazione interna a indici come lo S&P500.

La domanda oggi è: se avremo in futuro andamenti più erratici e mercati azionari più selettivi assisteremo a un ritorno in forze della gestione attiva? Si ricordi che l'efficienza della gestione passiva è tale solo fino a un certo livello. Oltre a questo livello possiamo andare incontro a turbolenza nei casi di drawdown improvvisi e quindi a forti stress per gli investitori, soprattutto quelli che vedono le cose con orizzonti temporali meno lunghi.

In conclusione il ruolo della consulenza comportamentale sarà sempre più rilevante e creerà grandi differenze tra chi ne disporrà e che non ne disporrà.

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.