

ESISTE IL PUNTO DI NON RITORNO NELLE SCELTE DI INVESTIMENTO? LA CONSULENZA COMPORTAMENTALE, NON LA FINANZA COMPORTAMENTALE

Una delle prime scoperte della nascente finanza comportamentale, nel 1985, è stata la tendenza dell'investitore a tenere troppo a lungo i titoli in perdita, con la speranza di poter recuperare in futuro quanto perso a quel dato momento, e, al tempo stesso, a monetizzare velocemente azioni con trend positivo, con il fine ultimo di assicurarsi un guadagno nel breve periodo. Questo atteggiamento verso l'andamento azionario rappresenta un modo non corretto di gestire i propri investimenti che porta ad un ridotto rendimento totale dei portafogli azionari ed è stato chiamato "effetto disposizione". Hersh Shefrin e Meir Statman sono stati i primi, nel 1985, ad identificare questo fenomeno tra un campione ampio di investitori. Da quel momento, vi sono stati numerosi studi aggiuntivi atti a formalizzare e riscontrare l'effetto di disposizione all'interno di varie tipologie di investitori. Si tratta di un effetto interessante ma che riguarda gli investitori sofisticati, quelli che hanno un portafoglio azionario e che in Italia sono una minoranza. Nel caso del nostro paese è meglio avere una prospettiva diversa perché si tratta di capire come mai i risparmiatori hanno una sorta di inerzia nel senso che è difficile far loro cambiare l'assetto di tutto il loro portafoglio centrato sulla liquidità, il reddito fisso e il mattone (tornerò su questo punto alla fine). Come si spiega tale inerzia?

Ho già raccontato la storia del piccolo Ezra che, giunto a un certo punto del suo progetto con i mattoncini Lego e posto di fronte alla costruzione di due colonne, poteva in teoria scegliere di accorciarne una o di allungarne un'altra in modo da pareggiarne le altezze. In realtà Ezra preferisce sempre l'addizione e cioè aggiungere pezzi alla colonna più corta (ho già parlato della sottrazione nella lezione 426 e nelle precedenti). Per spiegare l'inerzia degli investitori desidero partire da questo punto e soffermarmi su un altro aspetto della questione. Mettiamoci nei panni del piccolo Ezra:

ha già finito l'architrave e le due colonne, e si accorge che una colonna è più alta dell'altra. Giunto a questo punto, accorciare una colonna vorrebbe dire tornare indietro nelle operazioni, disfare qualcosa di quanto era già stato fatto. Allungarne una, invece, significa, almeno ai suoi occhi, procedere nell'opera. Dal momento che lui è concentrato nella costruzione e non pensa ad altro, ne consegue che andare avanti verso l'obiettivo o tornare sui suoi passi non sono operazioni sullo stesso piano. La concentrazione e l'orientamento verso il futuro spiegano come mai aggiungere qualcosa sia molto più intuitivo e spontaneo che sottrarre tornando sui propri passi. L'attenzione a quello che Ezra sta facendo e la tensione verso il completamento dell'opera favoriscono l'addizione rispetto alla sottrazione: è difficile vincere questa tendenza anche quando cercate di favorirla premiandola in vari modi. Purtroppo la stessa tendenza agisce anche negli investitori i quali si pongono il problema di come investire i nuovi risparmi ma hanno difficoltà a riesaminare il loro portafoglio nella sua totalità: questo spiega l'inerzia nella distribuzione dei risparmi degli italiani nel corso di questo secolo.

Ma quando tale inerzia agisce con più forza e fa più danni? La risposta la troviamo negli esperimenti dello psicologo inglese Frederic Bartlett raccontati in *Thinking*, libro fondamentale pubblicato nel 1958. Bartlett aveva ideato un modo curioso per capire se si arriva a un punto in cui noi preferiamo comunque scordare il passato, andare avanti, anche se in realtà converrebbe tornare indietro, rivedere una scelta precedente, e trascurare quanto già fatto per imboccare una nuova via.



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

Il compito ingegnoso che Bartlett presentava ai partecipanti agli esperimenti consisteva nel trovare la strada più veloce su una mappa stradale per andare dal punto A al punto B. Non forniva però la mappa completa, contenente tutte le strade possibili e le posizioni di A e di B, proprio come in una consueta carta stradale. Aveva predisposto una mappa suddivisa in molti quadrati in cui la maggioranza dei quadrati era coperta. All'inizio si vedeva solo la posizione di A, quella di B, e una porzione della mappa per poter partire da A. Immaginate che A fosse in basso a sinistra e B in alto a destra della carta stradale e che quindi la direzione iniziale da prendere fosse Nord-Est. Dato che è disponibile soltanto la sezione della mappa per partire, le persone prendono le strade dirette verso B, quelle che portano a Nord-Est, cioè verso destra e in alto della mappa. Quando vengono rese visibili le porzioni successive, si cerca sempre di fare la strada che punta di più verso B. Poi, improvvisamente, viene mostrata una sezione della mappa in cui la strada percorsa cercando di andare verso B è bloccata. Converrebbe tornare indietro e prendere un'altra strada. Si sceglie di tornare indietro? Dipende da quanta strada è stata fatta in precedenza. Se il blocco arriva presto, all'inizio del viaggio, le persone ci ripensano, tornano indietro e imboccano una nuova via. Ma se hanno già fatto molta strada e se devono tornare all'indietro di più quadrati, allora proseguono sperando che le porzioni successive della mappa permettano di superare in qualche modo il blocco. Così avviene con gli investimenti degli italiani il cui assetto complessivo è rimasto invariato da molti anni trattandosi spesso di persone di una certa età con un lungo passato di risparmiatori alle spalle. L'unico cambiamento è stata l'aggiunta di liquidità sui conti correnti e sui conti deposito durante la pandemia, in un periodo di incertezza ma anche di accumulo di risparmi in certe fasce benestanti della popolazione dati i consumi forzosamente ridotti. Il fatto che aggrava la situazione è che i risparmi degli italiani sono detenuti da persone anziane che hanno percorso molta strada costruendo via via quel portafoglio. Di qui l'inerzia giustificabile dal fatto che hanno superato il cosiddetto "punto di non ritorno". Di fronte a un blocco, a un insuccesso o a una situazione insoddisfacente - come per esempio l'investimento in immobili che è in perdita moltissimi anni - noi tendiamo a continuare nella strada scelta in precedenza sperando che in futuro qualcosa vanifichi il blocco. Quindi è assai difficile abbandonare i modi di pensare e agire consolidati e l'inerzia ha una forza terribile. Se gli investitori sono anziani, si giunge a un punto tale per cui è difficile ritornare sui propri passi e cambiare il modo di pensare: purtroppo si è superato inconsapevolmente il punto di non ritorno di Bartlett. Vi racconto ora un caso recente che ha a che fare con questi lavori sperimentali e dimostra che alla persona inesperta non è sufficiente conoscere la finanza comportamentale ma deve essere guidata da una buona consulenza comportamentale.

Back With a Vengeance

Euro-area inflation probably accelerated to 3.3% in September



Ecco un esempio di punto di non-ritorno: a metà del 2020 l'inflazione ha toccato un punto di minimo che non rivedremo per molti anni. Con gli attuali tassi è assai improbabile che gli investimenti "prudenti" (in realtà assai rischiosi) riescano a recuperare la stessa inflazione (rimando a Carlo Benetti sull'Academy del 25 ottobre per l'approfondimento di tale punto e per la correlazione crescente tra i mercati). Se i titoli di stato non recuperano l'inflazione abbiamo la possibilità per i governi di ridurre gradualmente il debito: è sempre stato il metodo regio da parte dei governi. Capita che l'inerzia e l'ignoranza altrui nel mondo economico-finanziario siano una risorsa nascosta per altri. Fonte: Bloomberg modificata.

A metà del mese di ottobre, proprio il mese dell'educazione finanziaria, il supplemento del lunedì di un importante quotidiano proponeva ai lettori un confronto su un arco di otto anni dei rendimenti di: "Mattone, BTP, azioni, oro". Perché considerare un periodo di otto anni dal 2013 a oggi? Perché si tratta della durata di un contratto di locazione standard di un immobile con importi liberamente concordabili. Questo permette di calcolare il risparmio dell'affitto di un immobile in relazione a quel che rende l'immobile stesso potendo così confrontare l'uso diretto e l'incasso dei canoni per otto anni. L'inflazione cumulata negli otto anni è stata ovviamente uguale per tutte e quattro le forme di investimento ed è stata del 4% circa (ma le cose stanno cambiando rapidamente). Ecco il risultato del confronto:

Azioni: 45,6

Titoli di Stato: 26,4

Oro: 30,5

Nel caso degli immobili c'è stato un calo generalizzato. Ma è bene distinguere tra le diminuzioni dei prezzi del centro e semicentro: 11,8%, e quella delle periferie: 13,2%. Inoltre si deve distinguere tra città: a Milano il calo medio è stato del 4% mentre la periferia romana è calata del 18%. Comunque, in tutti i casi, abbiamo un calo del valore degli immobili rispetto alla crescita della borsa italiana. D'altronde il mercato immobiliare italiano è da più di un decennio il peggiore in Europa perché c'è bassa crescita economica, le retribuzioni sono in calo così come il numero dei figli. Conclusione: meno figli e stipendi più bassi rispetto al caso opposto degli svedesi che hanno ottenuto maggiori rendimenti dagli investimenti alternativi alla casa. Gli immobili prima o poi devono venire abitati e chi li abita deve avere i mezzi per pagare un buon affitto.



La crisi ha pesato di più sul valore degli immobili italiani come si vede confrontando il secondo quadrimestre del 2008 con il secondo del 2016. Inoltre l'Italia, a differenza della Spagna, non si è ripresa nei valori del mattone anche dopo il 2016, essendo il valore sceso nell'ultimo quinquennio, e cioè dal 2016 al 2021. La Svezia è il caso opposto: come è noto il valore degli immobili varia molto da un posto all'altro. Purtroppo gli italiani non hanno applicato la diversificazione negli investimenti immobiliari. Fonte: Bloomberg modificata.

Fin qui tutto sembra chiaro, e non si tratta certo di novità dato che le cose vanno così da ben più di otto anni e da ben più di un decennio. Ma qui nasce la questione dell'inerzia, e cioè l'interrogativo: perché gli investitori non hanno cambiato per anni e anni l'assetto dei loro portafogli per quanto questo sia inefficiente in modi evidenti e persistenti? Il portafoglio complessivo di tutti gli italiani è rimasto investito nell'immobiliare per più della metà e in liquidità e reddito fisso per più di metà della metà restante. Tale distribuzione è in aperta violazione dei dati appena presentati. Come mai? Perché probabilmente non conoscevano alternative o, comunque, non ci hanno pensato. Questa interpretazione è corroborata dalla stessa inchiesta del quotidiano. Ecco la domanda cruciale che dobbiamo porci: "Siamo sicuri che sia corretto procedere a un confronto tra entità teoricamente omogenee nel tempo e nello spazio, avendo tutte a che fare con l'Italia? Oppure dovremmo procedere a un confronto tra quelli che sono stati i comportamenti effettivi degli italiani nel corso di questi otto anni?". Se seguite i precetti della consulenza comportamentale, prima dovrete andare a vedere come si comportano le persone e poi procedere ai confronti tra le conseguenze dei diversi tipi di comportamenti. In questo caso i conti cambiano, e cambiano in peggio. Quasi tutte le case possedute da italiani sono in Italia mentre questo non vale per la minoranza dei risparmiatori italiani che investe in azioni:

la borsa italiana è meno del 2% delle borse mondiali. Quindi, se non fate un confronto astratto, ma esaminate quelli che sono i comportamenti effettivi, scoprite che la superiorità degli investimenti azionari è molto più alta perché la borsa italiana sui tempi lunghi è andata in media meno bene delle altre borse ed è stata solo una parte minoritaria degli investimenti azionari degli italiani. Quindi l'inerzia ha fatto danni molto più disastrosi di quelli che emergono dall'inchiesta. Però l'inchiesta ha fatto bene a modo suo perché l'italiano medio che non investe in azioni trova plausibile confrontare l'indice dei prezzi degli immobili italiani con quello della sola borsa italiana.



L'inerzia si manifesta anche in positivo: una volta battute le previsioni si continua a batterle. Questo in teoria dovrebbe aiutare la ristrutturazione dei portafogli, ma così non è. Per esempio sullo S&P gli utili battono da anni le previsioni che sono più pessimiste dei fatti. Fonte: Bloomberg modificata.

Chi è giunto alla scelta delle azioni è anche abbastanza preparato da conoscere i vantaggi della diversificazione. Ma i relativamente pochi risparmi investiti in borsa - molto meno di quelli degli statunitensi che hanno la fortuna che il loro mercato locale corrisponde alla borsa leader mondiale - non hanno la concentrazione sulla borsa italiana pari alla concentrazione spaziale degli immobili che sono quasi tutti collocati nel nostro paese. Suggesto, come sempre, di partire dai comportamenti e poi cercare di spiegarli, e non procedere a confronti servendosi di metri di misura in astratto corretti, ma avulsi dai comportamenti. La via regia non è la finanza comportamentale ma la consulenza comportamentale. Una volta la differenza era tra chi aveva e chi non aveva o, se vogliamo secondo un famoso libro, tra essere e avere. Oggi la differenza tra avere e non avere si è trasformata in chi studia e sa, e chi non studia e non sa. O anche, in altre parole, tra chi è umile e non presuntuoso e sa di non sapere, e quindi studia per poi, in seguito, scegliere bene, e chi crede di sapere quando non sa perché non sa abbastanza per accorgersi di non sapere. E non solo nel campo degli investimenti.

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.