

# I SOLDI IN TESTA

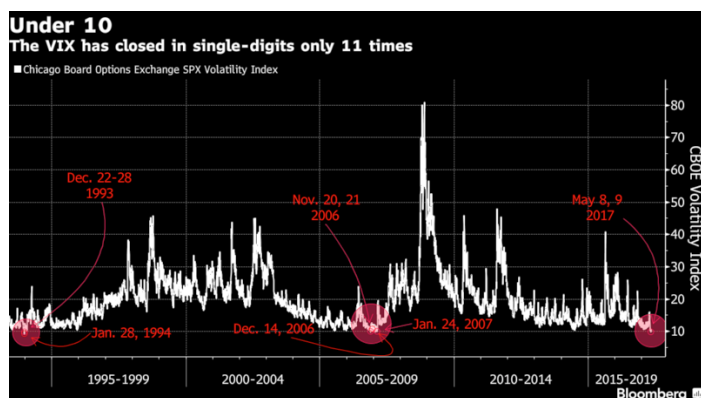
Lezione N° 287 – 4 ottobre 2018

## Normale ed eccezionale

Molti, oggi, hanno una prospettiva sbagliata, meglio fuorviata, in seguito alla tendenza a considerare «normale» quello che, in passato, è stato, per lungo tempo, considerato «eccezionale».

Ciò è dipeso in gran parte dalla decisione delle più importanti banche centrali di stampare grandi quantità di denaro e di immetterle sui mercati in varie forme, acquistando per esempio i titoli di stato in circolazione. E tuttavia, sui tempi molto lunghi, è stato proprio questo il fenomeno eccezionale. Prima o poi, si torna sempre alla normalità dei “tempi lunghi”.

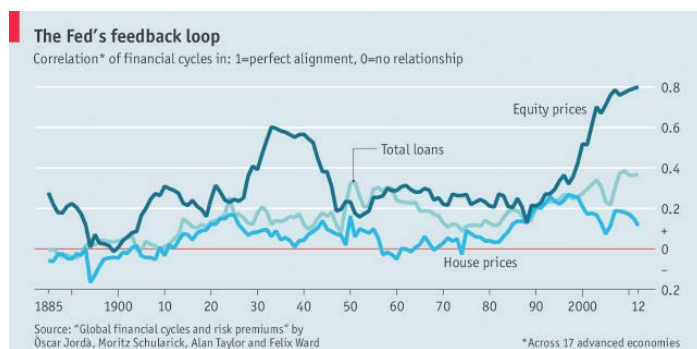
Un indice dell'eccezionalità è dato dal valore del Vix, il cosiddetto indice della paura, la misura più nota della volatilità, cioè della variabilità prevista.



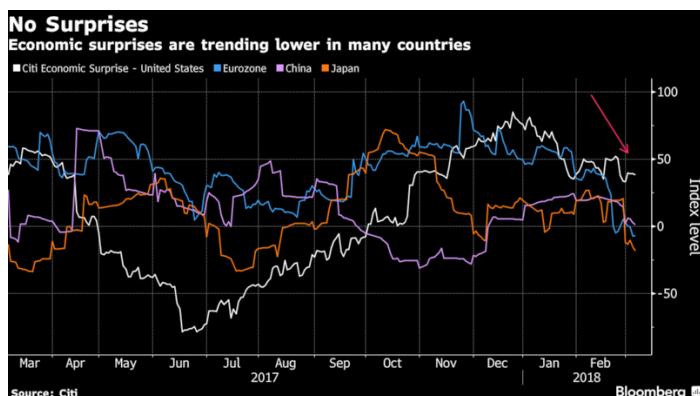
Il Vix ha valori molto bassi anche nel 2018. Poche volte in passato ha avuto valori così bassi. Fonte: Bloomberg modificata.

L'eccezionalità di questa crisi, affrontata con i QE delle principali banche centrali, emerge anche nel valore delle quotazioni delle azioni in Europa, Stati Uniti e le altre economie avanzate. Questo valore non ha oscillato entro una fascia di oscillazione in cui era da decenni.

Si muoveva correlato, entro una certa fascia, con gli altri indici finanziari e i valori immobiliari. Al contrario, dall'inizio di questo secolo, si è decorrelato dagli altri valori dando luogo a un eccezionale “cambio di paradigma”, per usare la nozione illustrata nelle lezioni precedenti. Chi se ne accorto, o che ha avuto un buon consulente, e ne approfittato, ha dato un grande respiro ai suoi risparmi. Ancora una volta un buon consulente sarebbe stato vantaggioso in luogo del “fai da te”.



La correlazione di tre valori nel corso dei cicli finanziari. In questo secolo abbiamo un pronunciato punto di svolta. Una “eccezione” analoga, anche se più ridotta in termini di entità e tempi, si era verificata in seguito alla crisi degli anni Trenta. Due momenti eccezionali dal 1885. Fonte: Economist modificata.



Le sorprese diminuiscono in molti paesi. Fonte: Bloomberg modificata.

Le sorprese stanno calando in molti paesi. E tuttavia un eventuale storno in una fetta di un portafoglio ben diversificato non dovrebbe fare paura. Al contrario, dovremmo aspettarci che questo storno venga interpretato come una delle possibili conseguenze di una buona diversificazione. Sarà facile prendere lo spunto per far riflettere un eventuale cliente di un consulente o, comunque, un risparmiatore sui costi e i vantaggi di una buona diversificazione. Infine sarà ancora più facile mostrargli come la maggioranza degli italiani abbia un portafoglio non differenziato a sufficienza: troppi euro, troppi depositi bancari e titoli di stato, troppi immobili, troppo poco di tutto il resto.



A metà del 2018 le azioni europee non sembrano ancora troppo care, anche se il P/E è un po' sopra la media storica. Fonte: Bloomberg modificata.

E così veniamo al primo dei due modi per mitigare le paure dei nostri clienti, quello centrato sulla fiducia. Supponiamo che il cliente abbia paura ma, in fin dei conti, si fidi del suo consulente. Questi avrà buon gioco a mostrargli la crescita del portafoglio, soprattutto sui tempi lunghi, spiegandogli che questo calo temporaneo è dovuto a fattori che verranno in futuro riassorbiti.



Da marzo 2009 un ciclo di grande forza dello S&P500, coerente con i grafici delle due figure precedenti. Fonte: Bloomberg modificata.

Si potrà anche mostrare al cliente che alcune parti dei suoi risparmi sono andate bene, e altre male. In funzione delle circostanze, si possono fare molti esercizi legati alla «temporaneità» e «transitorietà» di paure che non si traducono in veri pericoli.

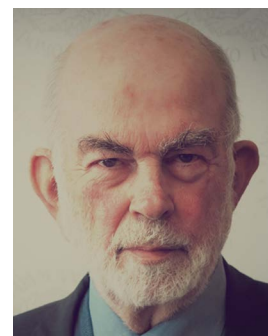
Per solito le cose funzionano così: quando c'è stata una discesa dei valori azionari, i risparmiatori si ricordano di quanto i loro titoli hanno perso, e temono che continuino a perdere (paura da immaginazione). Questa paura, che riflette quello che è avvenuto in passato, e non le aspettative sul futuro, è tanto più elevata quanto più il numero dei pessimisti supera quello degli ottimisti. Come si vede dalla tabella qui sotto riportata, il momento recente in cui il divario è stato maggiore si è registrato all'inizio del 2009. Al momento della ripartenza decennale della borsa il risparmiatore "medio" aveva una grande paura.

## Differenze tra ottimisti e pessimisti

	S&P	Ottimisti	Pessimisti
<b>Novembre 1987</b>		34%	39%
<b>Novembre 1988</b>	19%		
<b>Ottobre 1990</b>		27%	48%
<b>Ottobre 1991</b>	29%		
<b>Dicembre 1991</b>		30%	36%
<b>Dicembre 1992</b>	4%		
<b>Aprile 1994</b>		29%	36%
<b>Aprile 1995</b>	14%		
<b>Ottobre 1998</b>		29%	36%
<b>Ottobre 1999</b>	24%		
<b>Marzo 2003</b>		23%	47%
<b>Marzo 2004</b>	33%		
<b>Marzo 2009</b>	18%	55%	
<b>Marzo 2010</b>	50%		

La tabella mostra la differenza tra ottimisti e pessimisti in un dato momento. Per esempio, mostra, nella prima riga, la percentuale di ottimisti (34%) e di pessimisti (39%) nel novembre del 1987 e indica, nella riga subito sotto, quanto era salita la borsa americana un anno dopo, nel novembre del 1988 (19%). Se si passa poi all'ultima riga della tabella, si vede che nel marzo del 2009 il divario tra ottimisti e pessimisti era fortissimo (55% meno 18%). Di conseguenza il rimbalzo nell'anno successivo è stato il più forte della tabella (50%), forte al punto che il rialzo è continuato quasi un decennio, un record senza fasi di "mercato orso" che, su base storica, non è stato superato solo una volta in un secolo.

Nel corso del 2008 e all'inizio del 2009 c'era molta paura sui mercati, i risparmiatori avevano allontanato la fonte della paura vendendo titoli. Di conseguenza, il rapporto prezzo/utili era posizionato molto al di sotto della media storica. Era proprio il momento di comprare se foste stati guidati dal futuro e non dal passato. Questa paura diffusa e prolungata, che può sfociare nell'ansia, e in vendite precipitose, è il fattore psicologico che ha creato le condizioni per la robusta crescita che si è poi verificata in seguito. Quello era il momento di comprare, non di vendere. Beati coloro che sono stati confortati da un consulente o dalla conoscenza dei motivi per cui le persone si comportano come nella tabella sopra riportata. E tuttavia si tratta di scelte anti-intuitive e un buon consulente, un vero esperto, è sempre il miglior suggerimento.



### 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.

www.gam.com seguiteci anche su:



## Disposizioni importanti di carattere legale

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.