

# UNA ALTERNATIVA FALSA

Abbiamo chiuso la lezione precedente con quella che abbiamo definito come l'unica "apparente" alternativa oggi esistente per chi ha accumulato risparmi. Eccola: o gestione attiva da parte di chi fa i prodotti, e consulenza attiva da parte di chi segue il nostro patrimonio, oppure gestione passiva a costi di gestione quasi nulli. "Tertium non datur" sembrerebbe. Non c'è veramente una terza possibilità?

In realtà questa è una finta alternativa, nel corso del nuovo secolo in Italia, perché oggi, e sempre più in futuro, è cruciale seguire tutto il patrimonio di un risparmiatore. Non solo la parte finanziaria, che il più delle volte – qui ragiono sulla media, per fortuna ci sono eccezioni - non è neppure la metà dei suoi risparmi. Ed è molto difficile che una persona sia capace di farlo, almeno in Italia, a meno di avere un consulente che si occupa di tutto il patrimonio e del passaggio generazionale di tale patrimonio (cfr. i miei due ultimi libri, pubblicati nel 2018 con il Mulino).

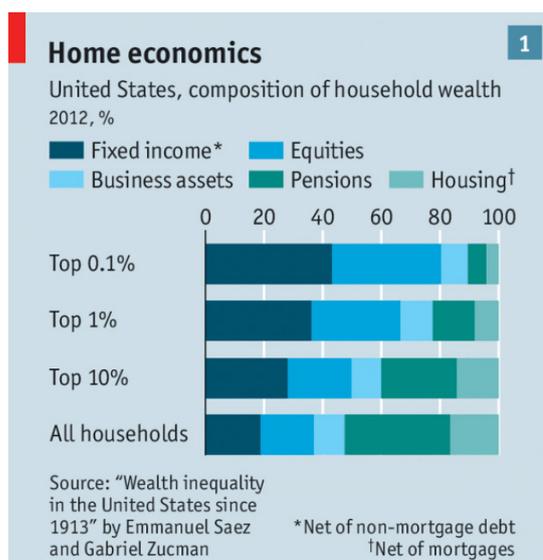
E i dati lo dimostrano. Come spiegare, se non con il "fai-da-te" (purtroppo insieme superbo e inconsapevole), il fatto che la maggioranza dei risparmiatori italiani è diventata più povera nel corso di questo secolo? Il "fai-da-te" ha comportato, nei risparmi degli italiani, troppi immobili (più del 60%), troppi euro (più del 95%), troppe poche azioni globali (meno del 5%).

Questa scelta nel complesso errata la si evince per "contrasto", grazie al confronto tra la distribuzione del risparmio italiano e di quello statunitense. O, meglio, dall'esame della allocazione dei risparmi di chi negli USA ha risparmiato di più e oggi ha un reddito più alto.

La tabella seguente ci presenta alcuni dati recenti, non recentissimi: risalgono al 2012. Ma sappiamo che la distribuzione non è sostanzialmente cambiata negli ultimi sei anni, né quella italiana (purtroppo) né quella statunitense.



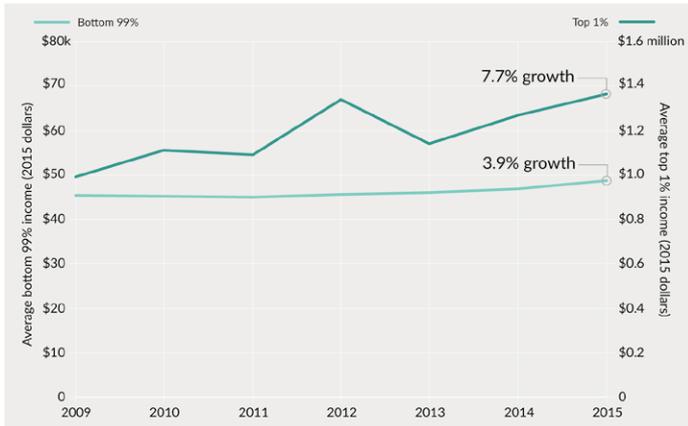
**Prof. Paolo Legrenzi**  
Professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia



Dati che mostrano le diverse allocazioni del risparmio presso tutte le famiglie americane, presso il 10% di famiglie più ricche, e, poi, l'1% e lo 0.1%. Come si vede, la quota di azioni scende in proporzione, passando progressivamente dalle famiglie più ricche fino a tutte le famiglie. Fonte: Economist modificata.

La diversa distribuzione dei risparmi ha prodotto un diverso incremento della ricchezza, come si vede nella seguente tabella con i dati indicati dal 2009 fino al 2015. Chi possiede più azioni, l'1% più ricco, ha avuto un incremento quasi doppio rispetto agli altri.

The top 1% of income earners reached a new high as the bottom 99% posted incremental gains



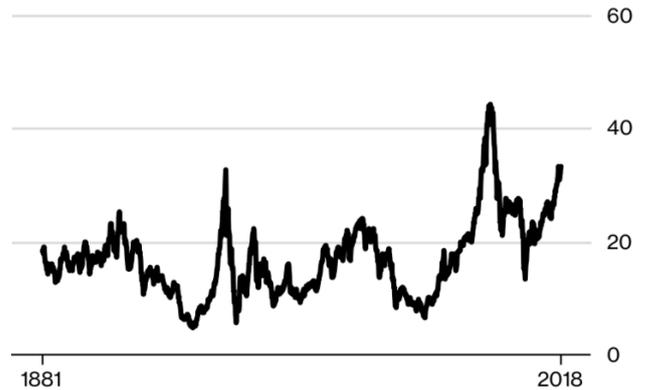
A partire dal 1999 e fino al 2015, gli statunitensi che possiedono più azioni, l'1% più ricco cioè, ha avuto un incremento quasi doppio rispetto agli altri. La tendenza si è incrementata fino alla metà del 2018. Fonte: IRS modificata.

La differenza riportata nella tabella con i dati del 2009 fino al 2015 si è ulteriormente accresciuta verso la fine del 2018, dato la forte crescita dei mercati azionari USA. Come ci ricorda il sito Bloomberg a Ferragosto 2018: "Malgrado gli scambi ridotti e le cautele degli investitori, le azioni statunitensi hanno assistito al più lungo "mercato toro" della storia". Nonostante le tensioni commerciali USA-Cina, (tra qualche settimana, quando leggerete questa lezione) il più lungo "mercato toro" della storia statunitense si è già compiuto e non è escluso che duri ancora a lungo. Anche perché l'opzione alternativa del "reddito fisso" continua per ora a non apparire promettente. Molti si domandano per quanti mesi durerà ancora il mercato toro. Le tensioni commerciali con la Cina avranno alla lunga il potere di bloccarlo, cioè di fare scendere lo S&P500 più del 20%? Il problema è interessante perché sembra ripetersi quanto accadde in concomitanza alla bolla tecnologica del 2000, quella che ha registrato il p/e CAPE-Shiller più alto della storia, dal valore di 44. Ora come ora siamo a 33. Ricordo che il CAPE-Shiller è un indicatore che tiene conto dei tempi lunghi e quindi è più rappresentativo.

### Not Extreme

Shiller's favored equity valuation measure shows S&P 500 below tech-boom levels

✓ CAPE-Shiller price-earnings ratio



La bolla tecnologica del 2000 ha registrato il p/e CAPE-Shiller più alto della storia, dal valore di 44. Alla fine del 2018 siamo a 33. Ricordo che il CAPE-Shiller è un indicatore che tiene conto di un intervallo lungo e quindi è più rappresentativo. Fonte: Bloomberg modificata.

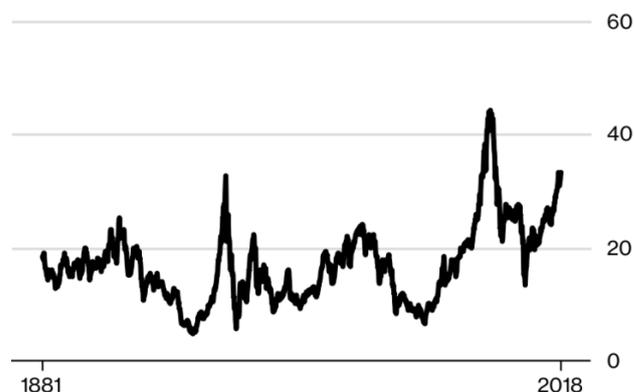
Si è soliti dire che sui tempi lunghi si ha una "regressione verso la media". Sulla validità di tale costrutto teorico bisogna intendersi. Esaminiamo di nuovo la figura sopra indicata e proviamo a fare un semplice esercizio. Considerando una media, dalla seconda metà del secolo scorso, di circa 20. Non consideriamo il periodo dal 1881 al 1950 perché non è rappresentativo dei settanta anni successivi, a causa di due guerre mondiali devastanti e della crisi profonda degli anni Trenta. Se, quindi, spacciamo in due la curva ultra secolare, e consideriamo la metà più recente, dal 1950 a oggi, abbiamo un p/e medio di circa 20. Prendiamo il 20% sopra la media, cioè la fascia da 20 a 24 e il 20% sotto la media, cioè da 20 a 16. Prendo il 20% come misura convenzionale perché se il mercato scenderà del 20% saremo usciti dal mercato toro più lungo della storia e saremo entrati in un mercato "orso". E' una scelta del tutto convenzionale, ma plausibile: +20% e -20% va a definire una banda di oscillazione molto ampia. Potremmo aspettarci che il mercato stia il più del tempo in questa banda, sia cioè dentro una fascia di valori "normali", né troppo caro né troppo depresso. E invece le cose non stanno così. E non stanno così perché la psicologia delle folle funziona in altro modo. In sintesi: l'ottimismo tende a generare entusiasmo, e il pessimismo tende a generare depressione. Sono cioè emozioni che si auto-rinforzano e che devono scostarsi molto dalla media per innescare la "regressione verso la media". Alla fine degli anni Novanta ero a Princeton e la casa editrice il Mulino riuscì a tradurre il testo "Euforia irrazionale" di Shiller simultaneamente

all'edizione originale in inglese della Princeton U.P. Il 1997 è una data interessante e corrisponde al 2017. In entrambe le date Shiller consigliò di abbassare la quota azionaria investita sul mercato USA perché il mercato appariva molto, molto caro. In entrambi i casi, dopo il suo suggerimento, il mercato continuò a salire. E non di poco: il “total return” a tutt’oggi dello S&P500 è stato superiore al 14% nel corso del 2018. Questa tendenza della psicologia delle folle a iper-reeagire ai dati positivi e negativi emerge con il risultato dell’esercizio che vi ho suggerito e spiega le previsioni errate di un grande esperto come Shiller. Tracciate le due righe e potrete facilmente vedere che il mercato è spesso in uno stato “eccezionale”, raramente in uno “normale”. E siccome le persone sagge, posate, anziane, come sono in maggioranza i risparmiatori italiani, non amano gli eccessi è bene, ancora una volta servirsi di un consulente. Il “tertium non datur” di cui vi ho parlato in apertura di questa lezione non funziona in Italia oggi, e raramente ha funzionato altrove.

### Not Extreme

Shiller's favored equity valuation measure shows S&P 500 below tech-boom levels

✓ CAPE-Shiller price-earnings ratio



Prendete un righello e tracciate due segmenti corrispondenti a 24 e a 16. Guardate per quanto tempo, dal 1950 a oggi, l'indice è stato dentro l'area così definita. Scoprirete così che l'eccezionale è normale. Questa è la psicologia delle folle. Fonte: Bloomberg modificata.

<https://www.bloomberg.com/amp/news/articles/2018-09-14/shiller-says-u-s-stocks-could-go-a-lot-higher-before-dropping>

### 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.