

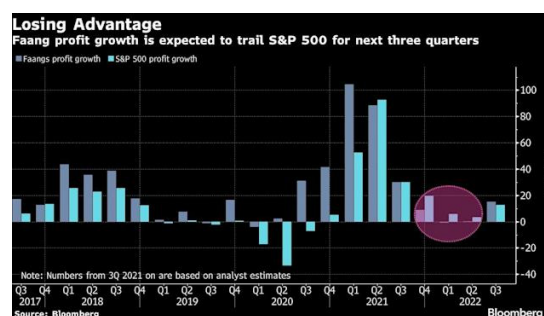
I MERCATI HANNO SEMPRE RAGIONE? LE SORPRESE E LA CONSULENZA COMPORTAMENTALE

Nelle ultime lezioni sono stati esaminati i problemi dell'inerzia, dei punti di non ritorno e ci siamo domandati se gli andamenti poco efficaci dei nostri investimenti siano dovuti all'andamento dei mercati oppure ai modi con cui noi, in quanto investitori, ci muoviamo nei mercati quando non dovremmo farlo oppure dovremmo farlo in modi e tempi diversi. Se i mercati avessero sempre ragione, qualsiasi scarto del nostro portafoglio rispetto all'andamento dei mercati sarebbe il risultato di un nostro errore, o almeno dovrebbe essere classificato così, e qualsiasi prestazione positiva rispetto alla media dell'andamento degli indici sarebbe un indicatore di abilità o di fortuna. Purtroppo le cose non sono così semplici come quando sbrigativamente si sente dire: "I mercati hanno sempre ragione". Questa affermazione o è una ovvietà, nel senso banale che i mercati registrano gli effetti di tutti gli scambi in un dato momento, oppure è sbagliata nel senso che nel mondo le cose non vanno soltanto così o, per lo meno, che questa non è tutta la storia. In effetti è facile constatare che l'andamento dei mercati e i commenti fatti da analisti, esperti, giornalisti ed operatori mostrano che l'andamento dei mercati può sorprendere le aspettative di queste persone e degli investitori. Se i mercati sorprendono, questo vuol dire che noi avevamo delle aspettative nei loro confronti e che queste aspettative non sono state poi confermate. Ma come mai abbiamo delle aspettative? Le abbiamo perché disponiamo, o crediamo di disporre, di alcuni criteri per poter cercare di prevedere il futuro, criteri che poi, non sempre, si rivelano efficaci come speravamo.

Se abbiamo un portafoglio diversificato – come tutti dovrebbero avere, e come quasi tutti di fatto hanno, anche inconsapevolmente – possiamo avere delle sorprese positive su certe fette della torta del nostro portafoglio e delle sorprese negative su altre fette. Se poi consideriamo un indice, poniamo il Nasdaq, possiamo avere delle sorprese negative, come è successo recentemente per i titoli Apple e Amazon che hanno rivelato, nelle comunicazioni di metà ottobre 2021, di aver goduto di meno utili del previsto. L'indice Nasdaq, però, nel suo complesso, è continuato a crescere perché le sorprese negative legate a questi due titoli sono state più che controbilanciate dagli utili delle altre società coperte dall'indice. Se poi abbiamo un fondo tecnologico, possiamo avere sorprese positive se il fondo batte l'indice per l'abilità o la fortuna di un gestore (il criterio più valido è constatare se il gestore prevale per molti anni di fila), e negative se invece l'indice fa meglio del gestore.



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



L'esame dei fondamentali delle società conduce gli analisti a ritenere e prevedere che la crescita degli utili delle società Faang sarà inferiore alla crescita media degli utili dello S&P500. Fonte: Bloomberg modificata.

Possiamo insomma avere in futuro sorprese se li analisti stimano oggi che con l'attenuarsi e la fine della pandemia i profitti dei titoli Faang faranno meno bene dell'indice generale S&P 500 di cui comunque costituiscono un quinto della capitalizzazione totale: di qui la correlazione tra l'indice generale e quello delle tecnologie.



La differenza del settore tecnologico rispetto ai titoli finanziari è stata particolarmente forte in Asia dove si producono i circuiti integrati (cfr. lezione 430). Si è allargato dalla fine del 2018 il gap del rapporto tra P/E delle azioni finanziarie e P/E delle azioni tecnologiche nei mercati asiatici. Ora ci si aspetta che il divario cali. Fonte: Bloomberg modificata.

Quando un gestore o un investitore fanno per caso meglio del mercato o quando fanno qualcosa con uno scopo e ottengono uno stato di cose diverso da quello di cui andavano in cerca abbiamo quel fenomeno che è stato chiamato "serendipità". Il termine sta ad indicare una scoperta sorprendente capitata quando si sta cercando qualcosa d'altro, qualcosa insomma di inatteso. Il mondo economico e quello finanziario sono gli imperi della serendipità: tutti vanno in cerca di un profitto e molti trovano alla fine della ricerca e dell'impegno qualcosa d'altro.

Il termine "serendipità" è stato coniato da Horace Walpole, scrittore, uomo curioso e poliedrico, a lungo rappresentante del partito liberale al parlamento britannico. Il 28 gennaio 1754 Walpole scrive al diplomatico Horace Mann, conosciuto a Firenze durante il **grand tour**, vantandosi di "trovare tutto ciò che desidero, ovunque io affondi la mano". In particolare: "Una volta lessi una sciocca favoletta intitolata **The Three Princes of Serendip**: nel corso dei loro viaggi, le loro Altezze scoprivano continuamente, per caso o per sagacia, cose che non andavano cercando". Serendippo è l'antico nome per l'odierno Sri Lanka dove si era svolto **Il peregrinaggio di tre giovani figliuoli del re di Serendippo**, una novella scritta da Cristoforo Armeno, stampata a Venezia nel 1557 e, in seguito, tradotta in tedesco, danese, olandese, inglese.



La copertina del libro sulla serendipità pubblicato da il Mulino nel 2001.

Negli anni Trenta il sociologo americano Robert Merton, riflettendo sull'influenza del puritanesimo sulla scienza inglese, aveva ricordato la serendipità di Walpole in una conferenza all'American Sociological Society. Si era messo a lavorarci con Elinor Barber ma il manoscritto era rimasto nel cassetto. Nel 1991 Giovanna Movia della casa editrice il Mulino curava la traduzione del classico di Merton **Sulle spalle dei giganti**. In un fax chiede spiegazioni su una nota relativa a un inedito: **The Travels and Adventurers of Serendipity** e Merton le manda un manoscritto di ben 350 pagine. Inizia un decennio di scambi e il libro esce in anteprima mondiale nel 2001, seguito poi dall'edizione della Princeton University Press. Il testo classico di riferimento sulla serendipità ha avuto a sua volta una genesi fortuita, potremmo dire serendipitosa. E' successo con i casi narrati da Merton, spesso frutto di incidenti o di sostanze dimenticate nei cassette. Così sono nati, tra gli altri, il forno a microonde di Spencer, la penicillina di Fleming, gli stent vascolari di Voorhees, il telefono di Bell e il pacemaker di Greatbatch.

Secondo il biologo torinese Salvador Luria, emigrato in USA durante il fascismo, una mente preparata può pianificare una trascuratezza controllata per favorire la serendipità: “Spesso è vantaggioso condurre degli esperimenti un po' alla carlona, a condizione che si sia consapevoli dell'elementi di trascuratezza. In questo modo possono emergere risultati imprevisi, e talvolta scoperte vere e proprie”. Osservazione particolarmente vera quando nascono nuovi filoni di ricerca come la psicologia sperimentale del ragionamento. Ricordo che Peter Wason, capostipite di questa tradizione all'University College di Londra e inventore dei test sperimentali più utilizzati nel mezzo secolo successivo, mi raccomandava sempre: “Tu prova, poi vediamo se capiterà qualcosa di interessante”.

L'ufficializzazione della serendipità nella ricerca scientifica arriva quando lo European Research Council assegna un cospicuo finanziamento a Ohid Yaqub, sociologo della scienza dell'Università del Sussex. Yaqub pubblica nel 2018 una tassonomia delle scoperte serendipitose e propone una teoria. Per la verità c'era già stato un modello teorico delle scoperte fortuite e inattese grazie ai lavori di Hippel e Krogh. Questi due studiosi erano partiti dal caso di Bernard Sadow, proprietario di una ditta di valigie e sempre in cerca di nuovi modelli. Sadow vide all'aeroporto un carrello con sopra una montagna di bagagli. Gli venne l'idea, poi brevettata, di mettere le ruote direttamente alle valigie.

La serendipità ha però anche i suoi svantaggi perché può capitare come al figlio di Merton di escogitare, seguendo progetti diversi di ingegneria finanziaria, una formula di grande successo di uso corrente da parte degli operatori in finanza. Si tratta di una formula che ci permette di calcolare il prezzo dei derivati, quelle entità finanziarie il cui valore è collegato al variare di altre entità. Purtroppo la formula è nota con il nome di Black-Scholes perché questi due economisti l'avevano ufficializzata subito. Robert Cox Merton ebbe il Nobel dell'economia nel 1997 ma la formula non porta il suo nome. Forse aveva ereditato dal padre la tendenza a lasciare i lavori nel cassetto. La serendipità è spesso serendipitosa e può portare fortuna, come a Giovanna Movia, o giocare brutti scherzi, come a Robert Cox Merton.

La serendipità è l'effetto dell'incertezza dei mondi che ci circondano. Per vincere tale incertezza spesso pensiamo di dover agire e di poter anticipare il futuro andamento dei mercati. Purtroppo spesso non è così nel senso che i più non ci riescono. Molto meglio affidarsi sui tempi lunghi, diversificare affidandosi ai trend di lungo periodo di cui parlerò nella prossima lezione, e aspettare con pigrizia e inerzia. I trend sui tempi lunghi sono quelli più affidabili ma dobbiamo studiare oppure rivolgerci a un esperto che li conosca e che non sia in conflitto di interesse. Il risultato di quello che succede sui mercati non è la semplice somma dei meccanismi di domanda-offerta e delle distorsioni sistematiche descritte dalla finanza comportamentale, come abbiamo detto più volte. E' molto di più. E per muoversi in questo “di più” abbiamo bisogno della consulenza comportamentale. Ed è assai difficile, anche se in teoria non impossibile, essere i consulenti di se stessi. Meglio studiare quel che dice chi sa o, altrimenti, andare da un consulente onesto e esperto.

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.